

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

5

은행

Value Trap

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

5

Neutral

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
KB금융(105560)	Buy	70,000원
우리은행(000030)	Buy	20,000원



은행/지주

Analyst 은경완

02. 6098-6653

kw.eun@meritz.co.kr

은행
Value Trap

Contents

Part I	[Intro] 1H18 Review	7
Part II	[Inflation] 금리 모멘텀 소멸	13
Part III	[Regulation] 불편한 동행	21
Part IV	[Consensus] 부정적 투자심리 투영	29
Part V	[Upside risk] 상승 트리거로는 역부족	35
Part VI	[Strategy] 투자의견 Neutral로 하향조정	45
기업분석	KB금융(105560) 가장 편안한 선택지	56
	우리은행(000030) 가장 매력적인 선택지	58

I Intro – 1H18 Review

- 호실적 발표에도 은행주 조정 국면 지속
- 외국인 > 기관, 지방은행 > 시중은행, 미국 > 유럽·일본
- 중국 A주 MSCI 편입 → 외국인 수급 이탈 가능성

III Regulation – 불편한 동행

- 정책 공조화를 위해 5개의 가격 변수 조정
- 대출 시장에서의 수요와 공급의 불균형
- 지배구조 관련 경각심은 여전히 잔존

V Upside risk – 상승 트리거로는 역부족

- 해외진출 + 디지털화 → 중장기 주가 상승 모멘텀
- 현재 시장에 있는 M&A 물건에 대해서는 회의적 반응
- 스튜어드십 코드 도입 Vs. 은행권 고배당 자제 현실화

II Inflation – 금리 모멘텀 소멸

- 하반기(7월) 국내 기준금리 1회 인상 예상
- 대출금리 Spread 축소 + 조달금리 Spread 확대
- 은행업 밸류에이션 상승 한계 봉착

IV Consensus – 부정적 투자심리 투영

- ROE에 녹아있는 투자심리
- 추가 마진 개선 가능성 미반영 + 대손 악화 가능성 선반영
- FY18E ROE > FY19E ROE → Value Trap 진입 불가피

VI Strategy – 투자의견 Neutral로 하향조정

- 은행업종 12m Fwd Target PBR Multiple 0.57배
- 하반기에도 시중은행 중심 접근 유효
- KB금융, 우리은행 업종 최선호주 추천

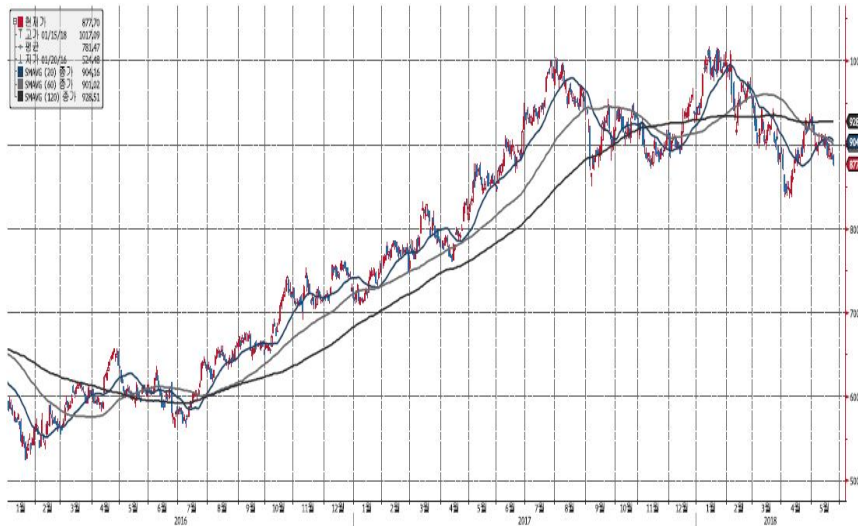
주저앉아 버린 은행주

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

1H18 Review – Overall

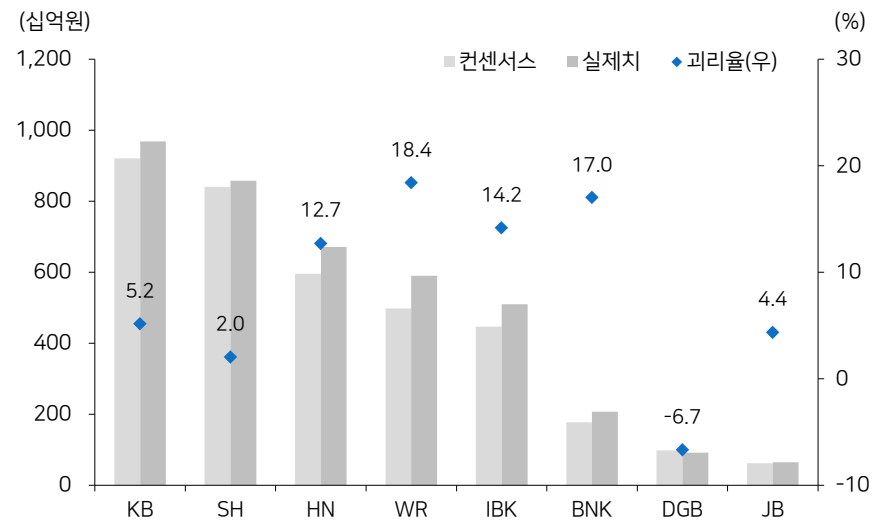
- 지난 2년간 고공행진을 하던 은행주가 '18년 1월을 고점으로 조정 국면에 진입
- 금융당국의 규제 강화와 채용비리로 대표되는 지배구조 불확실성 등이 차익 실현 빌미로 작용
- 1Q18 호실적 발표로 소폭 반등했으나, 재차 하락하며 KOSPI 대비 -6.0%p YTD 초과 하락 중

기술적 분석상 지지선(120일 이동평균선)을 하회하고 있는 은행주



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

1Q18 컨센서스 상회하는 호실적 발표



자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

지방은행 > 시중은행?

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행 Value Trap

1H18 Review – 종목

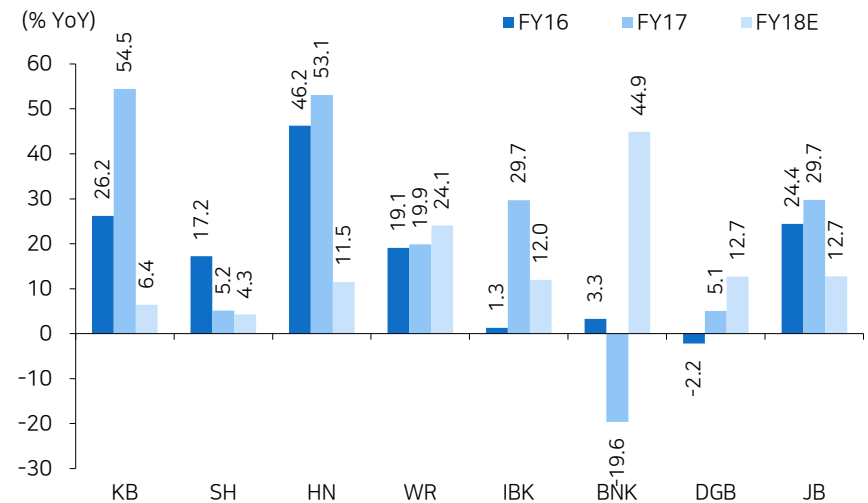
- 연초 국내 기관 투자자들을 중심으로 그간 소외되었던 기업은행 및 지방은행에 대한 관심 증대
- 1) 시중은행 대비 높은 금리 민감도(∴ 은행채 연동 대출 비중 ↑)와 이익 개선 폭(∴ Big bath)
- 2) KB금융, 하나금융지주 등 대형 시중은행 지배구조 리스크 부각
- 3) Valuation 매력도 상승 및 중소기업 여신 확대 국면에서의 수혜 예상 등의 영향

DGB금융지주 NIM과 은행채 3개월물 추이



자료: DGB금융지주, 인포맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

상장은행(지주) 8개사 FY18E 순이익 추정치 → 지방은행 > 시중은행



자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

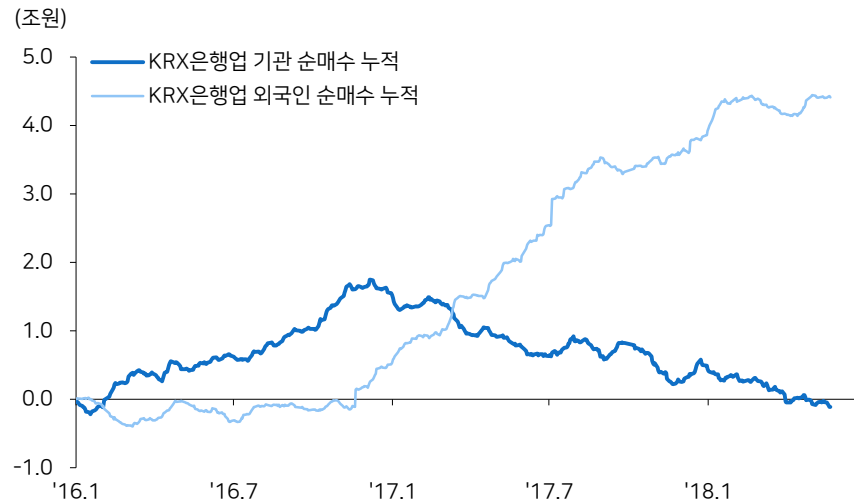
기관 보다는 외국인 매수 중심

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

1H18 Review – 수급

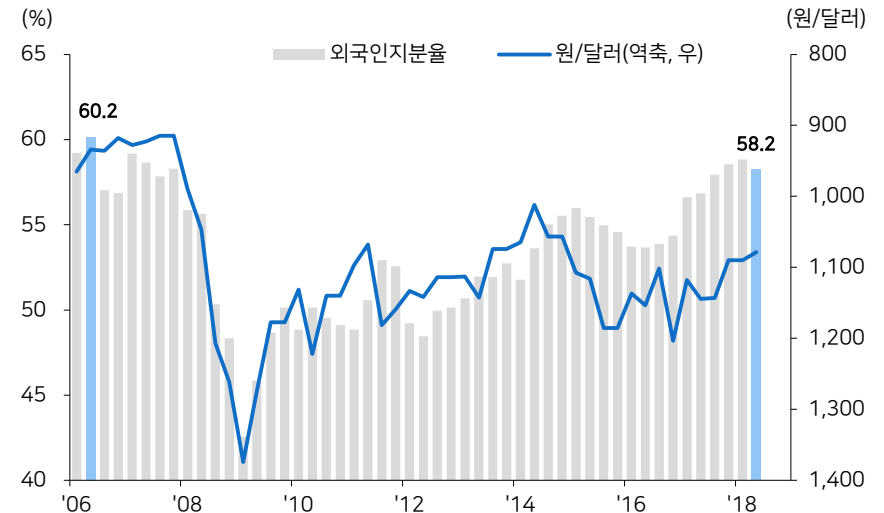
- 국내 은행주에 대한 기관, 외국인 수급은 '16년 말을 기점으로 디커플링
- 외국인은 순매수 추세이나, 기관 수급은 과거대비 낮아진 은행 투자 매력도를 반영하며 악화
- 1) 실적 개선 폭 둔화, 2) 배당성향 후퇴, 3) 높은 주가 상승폭에 대한 부담 등

외국인과 기관 수급의 De-coupling



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

KRX은행업 외국인 보유비중 58.2%

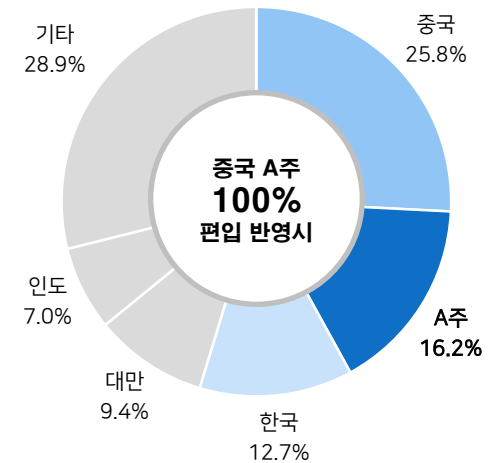
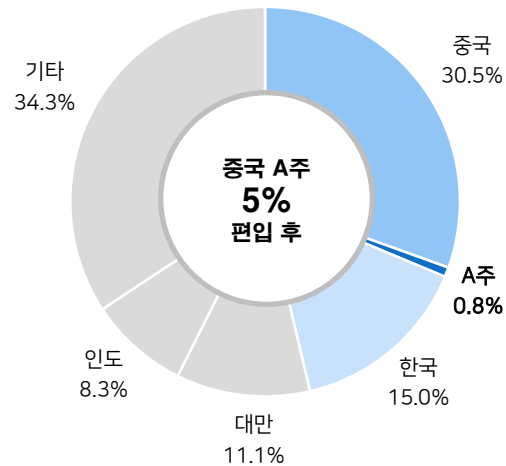


자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

1H18 Review – MSCI

- '17년 6월, 중국 A주 MSCI 신흥국 지수 편입 결정
- '18년 A주 전체 편입 비중의 5%가 우선 반영될 예정 → 5월말 기준 2.5% + 8월말 기준 2.5%
- 중국 증시로는 자금 유입, 한국을 포함한 기타 신흥국에서는 자금 유출 효과 발생
- 특히 이번에 편입되는 234개 종목 중 금융업종이 50개로 시가총액 기준 약 45%에 해당
- 국내(신흥국) 은행주를 투자하고 있는 외국인의 수급 이탈 가능 Event

MSCI 신흥국 지수 국가별 비중

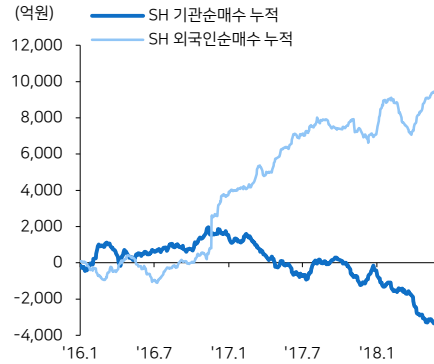


자료: MSCI, 메리츠증권증권 리서치센터

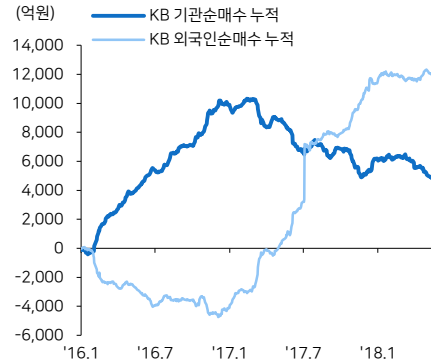
커버리지 8개사 기관·외국인 수급 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

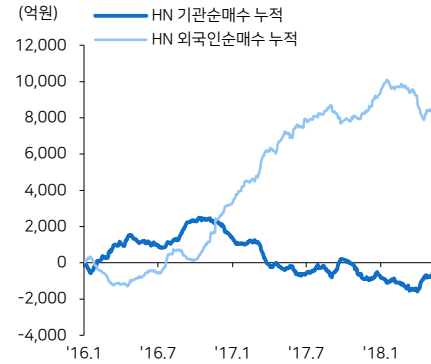
신한지주



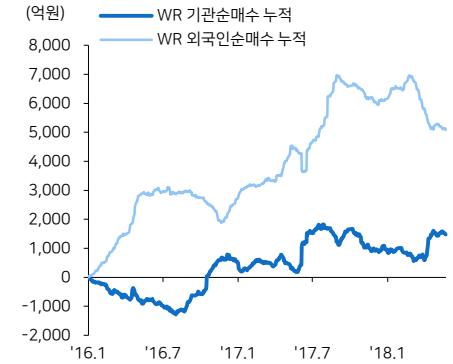
KB금융



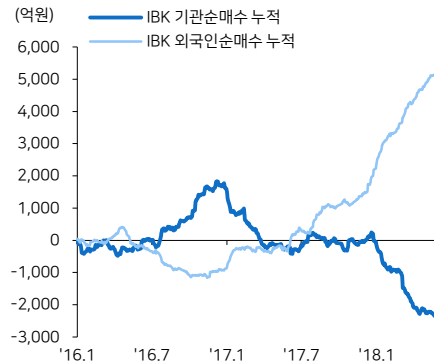
하나금융지주



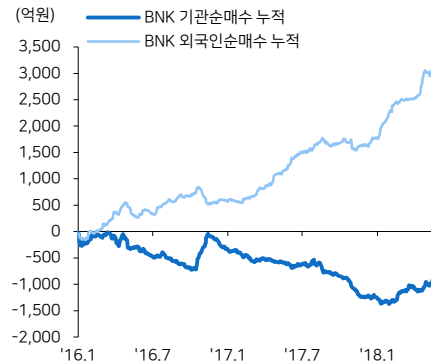
우리은행



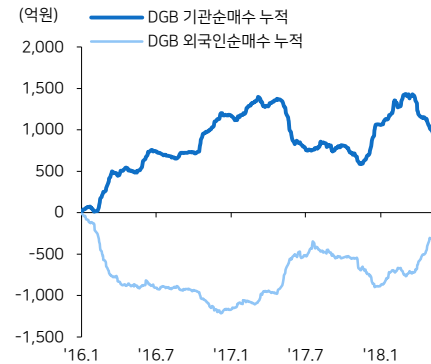
기업은행



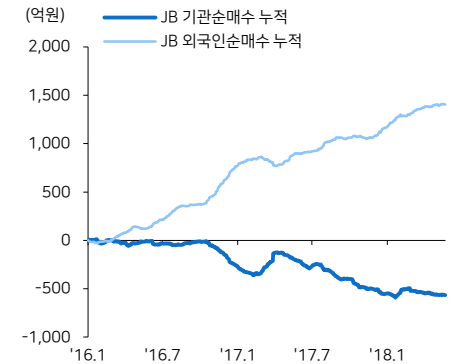
BNK금융지주



DGB금융지주



JB금융지주



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 은행주 역시 주춤

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행 Value Trap

1H18 Review – Global

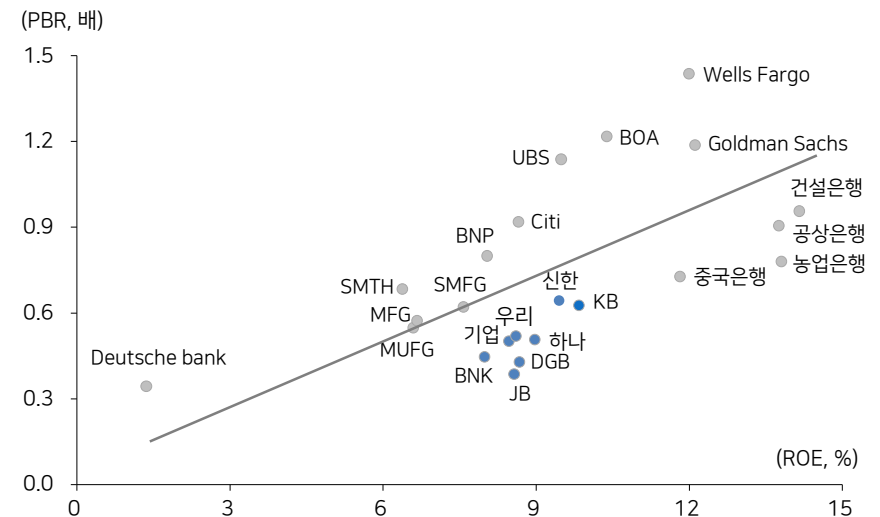
- 글로벌 은행주 YTD 수익률: 미국(-0.5%) > 중국(-5.1%) > 한국(-6.3%) > 유럽(-8.4%) > 일본(-9.6%)
- 완만한 기준금리 인상과 규제 완화(ex. 도드 프랭크법안 하원 통과)가 맞물린 미국 은행주 강세 지속
- 최근 1) 차익 실현, 2) 美 경기 Peak-out 논란(= 장단기금리차 축소) 등의 이유로 상대 강도는 약화
- 통화정책 정상화 기대감(· 성장률 하락, 물가 압력 둔화 등)이 낮아진 유럽 및 일본 은행주는 부진

미국 은행주 상대강도 약화



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

글로벌 주요은행 PBR-ROE (FY18E 기준)



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

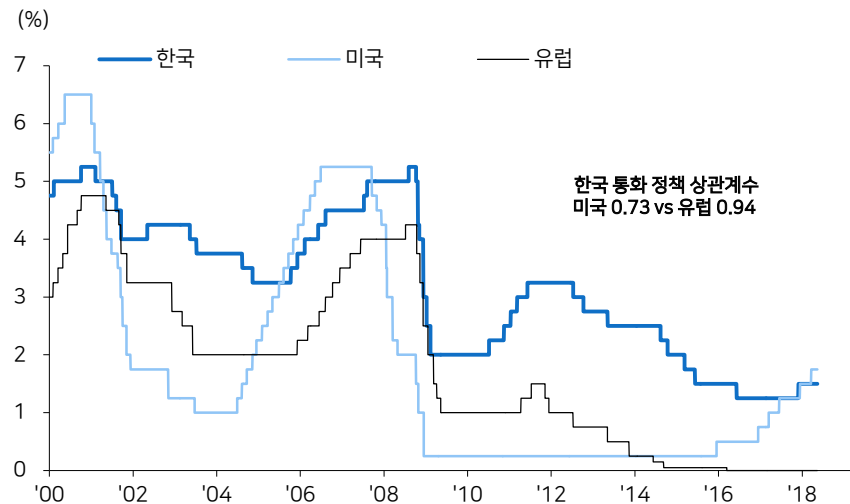
국내 기준금리 1회 인상 예상

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행 Value Trap

Inflation – 기준금리

- 미국의 경우 경기 호조와 물가 정상화에 따른 연내 3~4차례 기준금리 인상 가시화
- 대미 금리 역전 폭 부담에도, 당사 전략팀은 하반기 한 차례(7월) 금리 인상을 전망
- 소비, 투자 등 내수 전반에 걸친 모멘텀 약화, 물가 목표를 하회하는 CPI(1.7%) 상승세 등이 부담

한·미·EU 정책금리 추이



자료: 한국은행, FRB, ECB, 메리츠증권증권 리서치센터

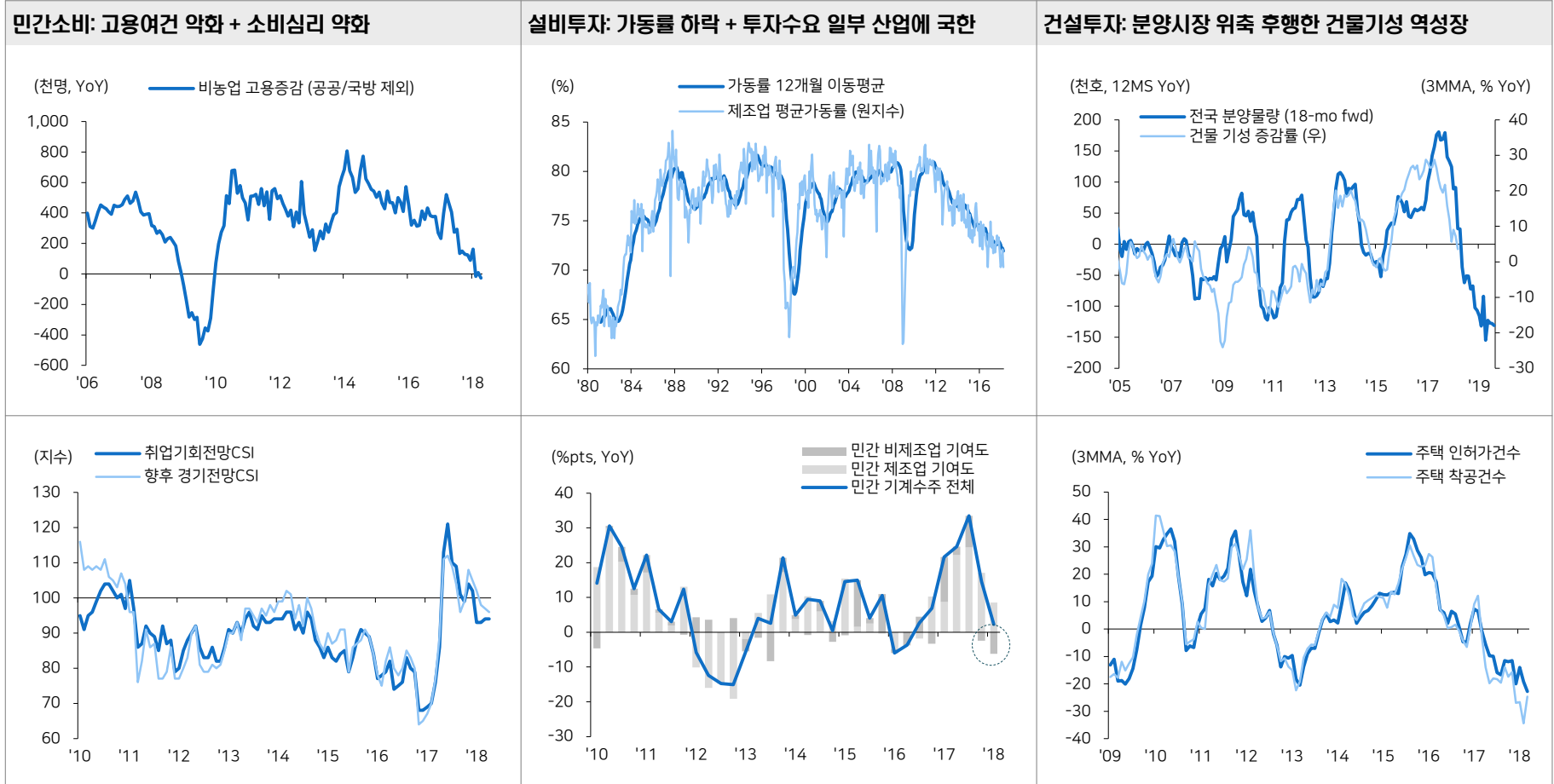
주요 금리전망 테이블

지표	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	19년 연말
한국 기준금리	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
국고3년	2.30	2.25	2.20	2.05	2.00	2.05	2.03
국고5년	2.55	2.48	2.40	2.20	2.12	2.15	2.12
국고10년	2.82	2.75	2.65	2.40	2.33	2.38	2.35
국고30년	2.77	2.73	2.65	2.45	2.35	2.40	2.36
미국 기준금리	2.25	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00	3.00
미국채10년	3.15	3.25	3.30	3.20	3.10	3.00	3.02

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

하반기 내수 성장률 둔화 우려 증대

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap



자료: 통계청, 한국은행, 국토교통부, 부동산 114, 메리츠증권증권 리서치센터

장단기금리차 축소는 필연적

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Inflation – 장단기금리차

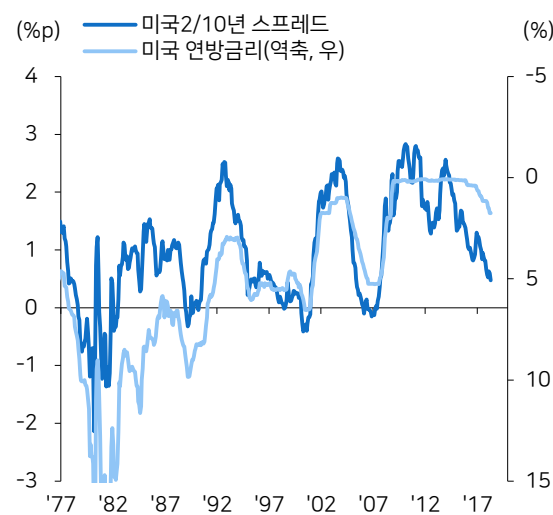
- 기준금리 인상 과정에서 나타나는 장단기금리차 축소 현상은 대표적인 경기 침체 전조의 시그널
- 과거 사례를 참고하더라도 장단기금리차가 역전된 이후 2년 이내에 큰 경기 침체 발생
- 경기를 대변하는 국내 은행주(∴ 간접금융 발달) 특성상 장단기금리차와 높은 동행성 보유
- 연초 이후 Top down 관점에서 은행주의 Peak-out 논란을 지속적으로 제기했던 경험적 배경

[한국] 기준금리와 장단기금리차



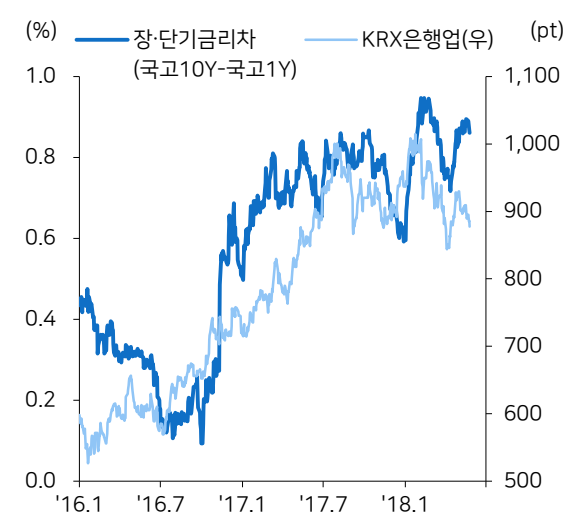
자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

[미국] 기준금리와 장단기금리차



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

장단기금리차와 KRX은행업 지수



자료: Quantiwise, KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

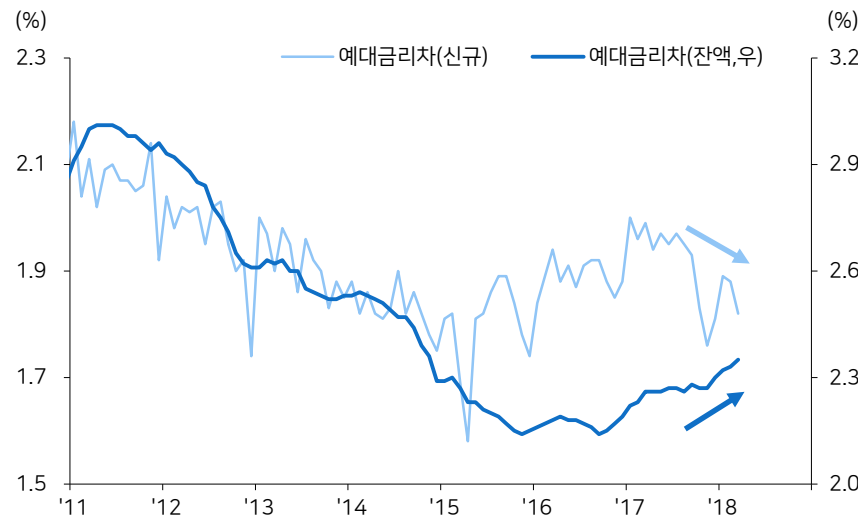
금리 모멘텀 소멸

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Inflation – 예대마진

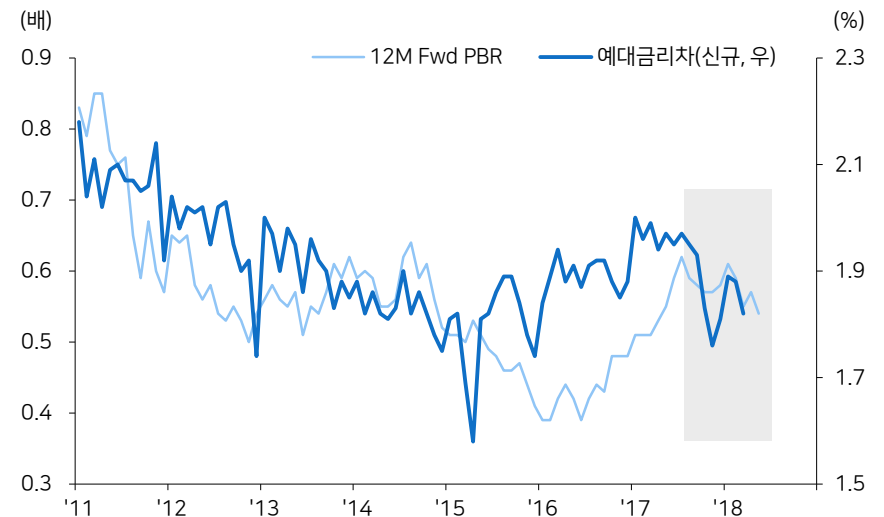
- 국내 금리 모멘텀이 둔화될 것으로 예상되는 만큼 현재 투자자들의 무관심은 당연한 결과
- 잔액기준 예대금리차는 상승 하고 있으나, 신규기준 예대금리차의 경우 하락세 전환
- 1) 본격적인 가산금리 규제 가능성, 2) 조달 비용 상승 등도 NIM 전망을 어렵게 하는 요인

신규 및 잔액 기준 예대금리차 추이



자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

은행주와 신규 기준 예대금리차 추이



자료: 한국은행, KRX, 메리츠종금증권 리서치센터

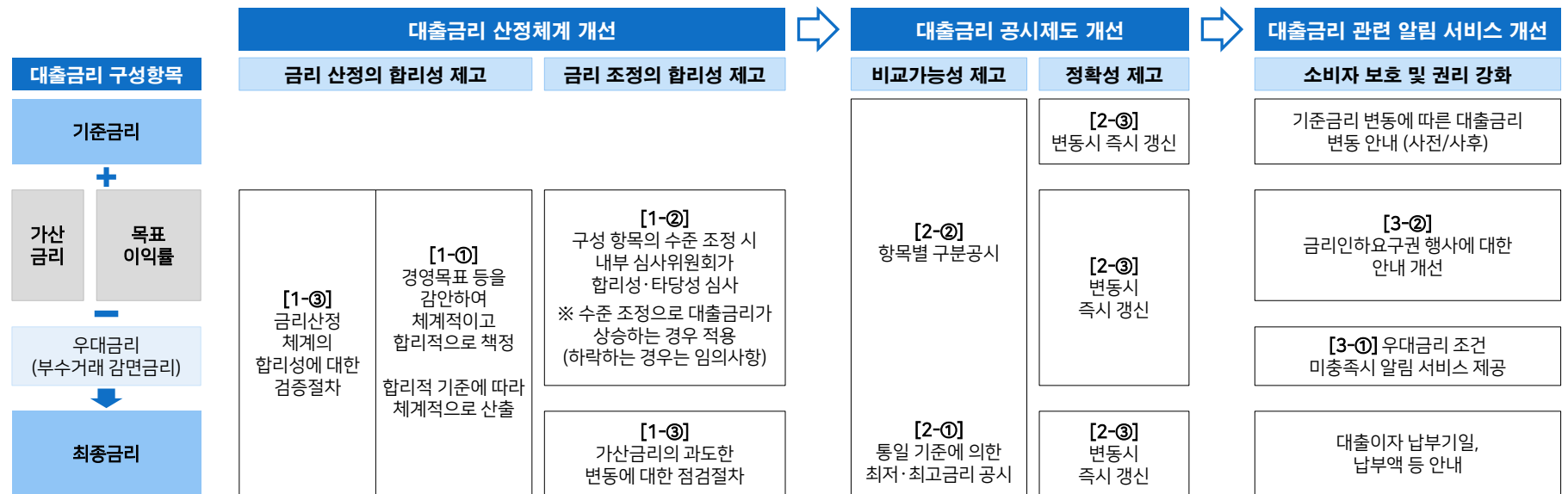
가산금리 조정 압박 본격화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행 Value Trap

Inflation – 가산금리

- 은행의 대출금리는 대출기준금리와 가산금리로 구성
- COFIX, CD, 금융채 등 시중금리에 연동되는 대출기준금리와 달리 가산금리는 은행의 재량적인 영역
- 가산금리 - 업무원가, 법적비용, 유동성프리미엄, 신용프리미엄, 목표이익률, 가감조정금리 등으로 구성
- 언론 보도에 따르면 금융당국은 은행 가산금리 산정 체계 검사 마무리 후 조만간 시정 조치 나설 계획

대출금리 산정체계 개편방안 (2017년 4월)



자료: 은행연합회, 메리츠증권증권 리서치센터

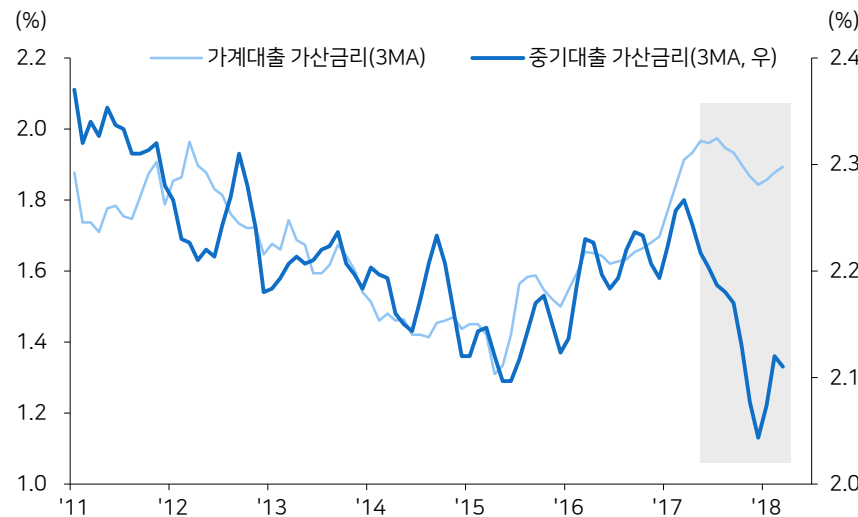
대출금리 Spread 축소

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Inflation – 대출금리

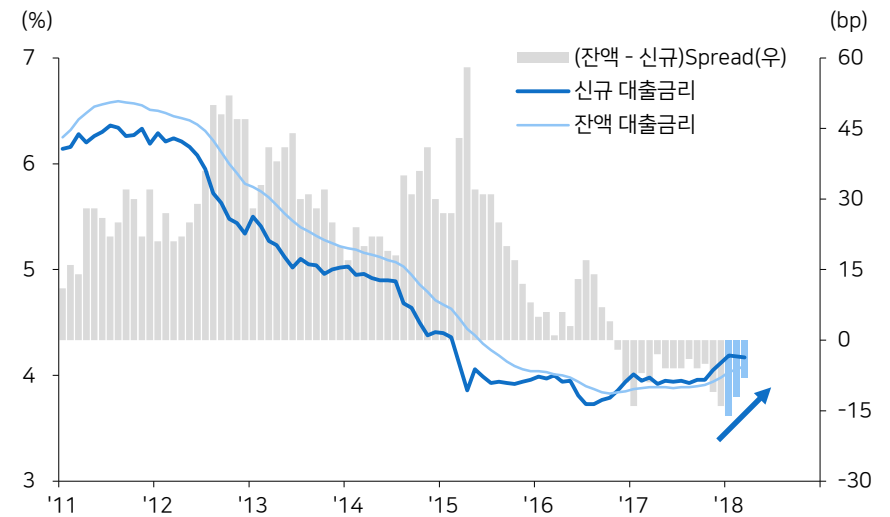
- 현 정부 출범 후, 가계·중기대출 가산금리 모두 하락 반전
- 이를 반영하듯 '18년 이후 (잔액 대출금리 - 신규 대출금리) Spread는 지속 축소 중
- 여신별로는 중기대출 가산금리 하락 폭이 가계 보다 가파른 편
- 가계 가산금리의 인위적 조정은 부동산 과열, 레버리지 투자 확대 등 부정적 결과 초래 가능
- 반면 중기대출은 중소기업 투자를 활성화 하고자 하는 정부 정책 방향에 부합

2017년 상반기 이후 가산금리 하락 반전



자료: 은행연합회, 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

(잔액 대출금리 - 신규 대출금리) Spread 축소



자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

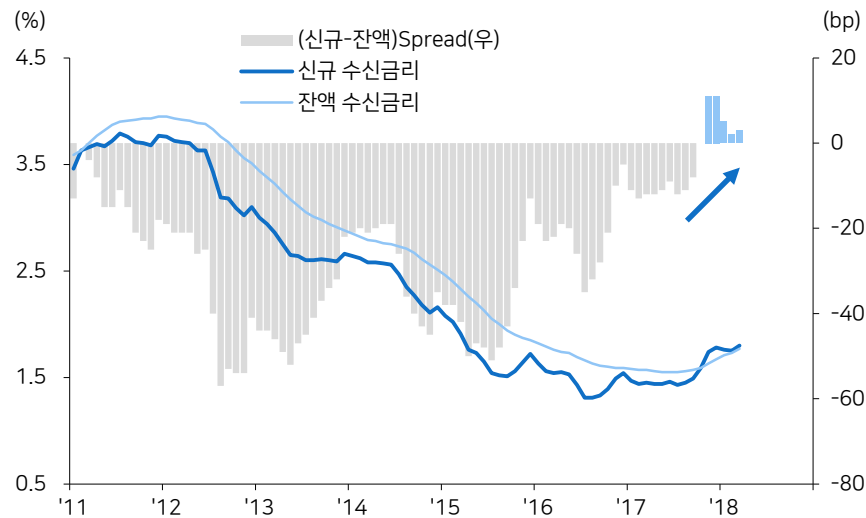
수신금리 Spread 확대

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Inflation – 수신금리

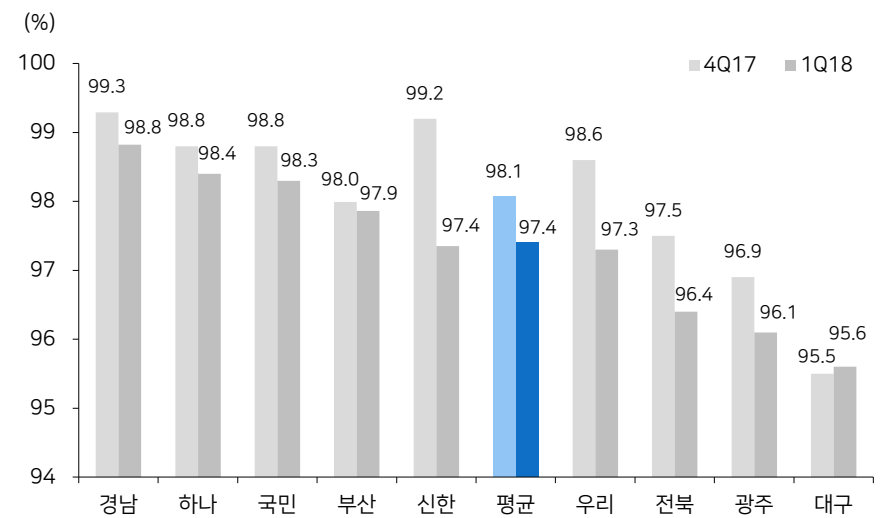
- '17년 11월, 국내 기준금리 인상 후 신규 수신금리가 잔액 수신금리를 역전하기 시작
- 1) 낮은 수신금리에 대한 정부 및 언론의 압박, 2) 새로운 예대율 규제에 대비한 선제적 대응 등의 영향
- 다만, 하반기 적용 예정이던 새로운 예대율 산식은 2020년 1월 1일 부터 시행하기로 변경
- 차주별 가중치 차등화 (·가계대출 쏠림 현상 억제) → 가계 +15%, 기업 -15%, 개인사업자대출 0%

[신규 수신금리 – 잔액 수신금리] Spread 확대



주: 순수 저축성 예금 기준
자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

상장은행 예대율 현황



자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

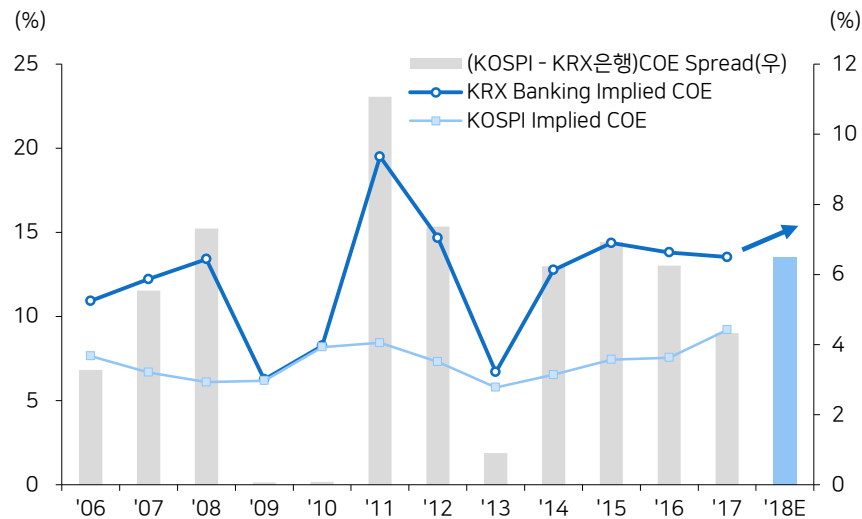
밸류에이션 상승 한계 봉착

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Inflation – Valuation

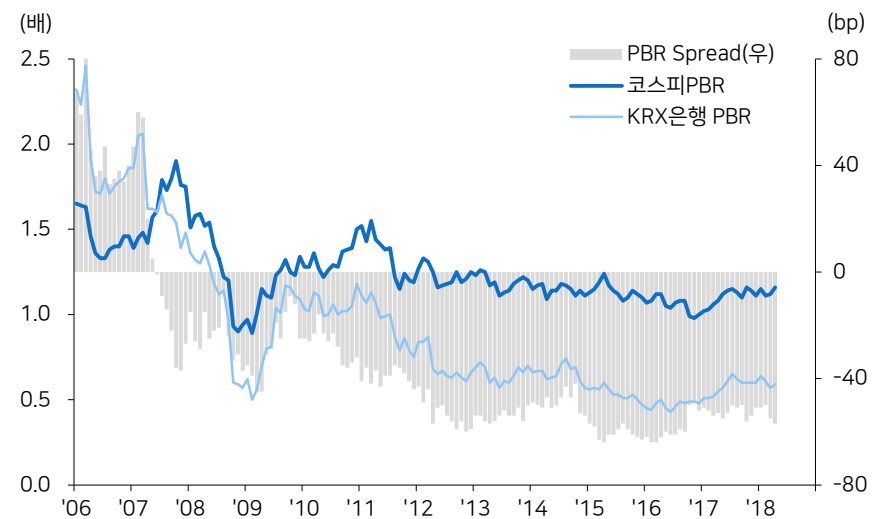
- Fair PBR = $(ROE - g) / (COE - g)$
- 금리 모멘텀 둔화는 은행주 밸류에이션 상승 한계를 의미
- 1) Sustainable ROE → 이자이익 중심의 수익구조상 금리 전망과 일치
- 2) Cost of Equity → 금리 상승기에 Risk Premium 감소하며 KOSPI 대비 COE Spread 축소
- 3) Eternal Growth → 자회사 시너지 창출, 해외진출 노력 등에도 가시적인 장기 성장 요인 부재

(KOSPI - KRX은행업) COE Spread 재차 확대 예상



자료: KRX, 금감원, 메리츠증권리서치센터

좀처럼 좁혀지지 않는 KOSPI 대비 KRX은행업 PBR Spread



자료: KRX, 메리츠증권리서치센터

다시 드리워진 규제 의 늪

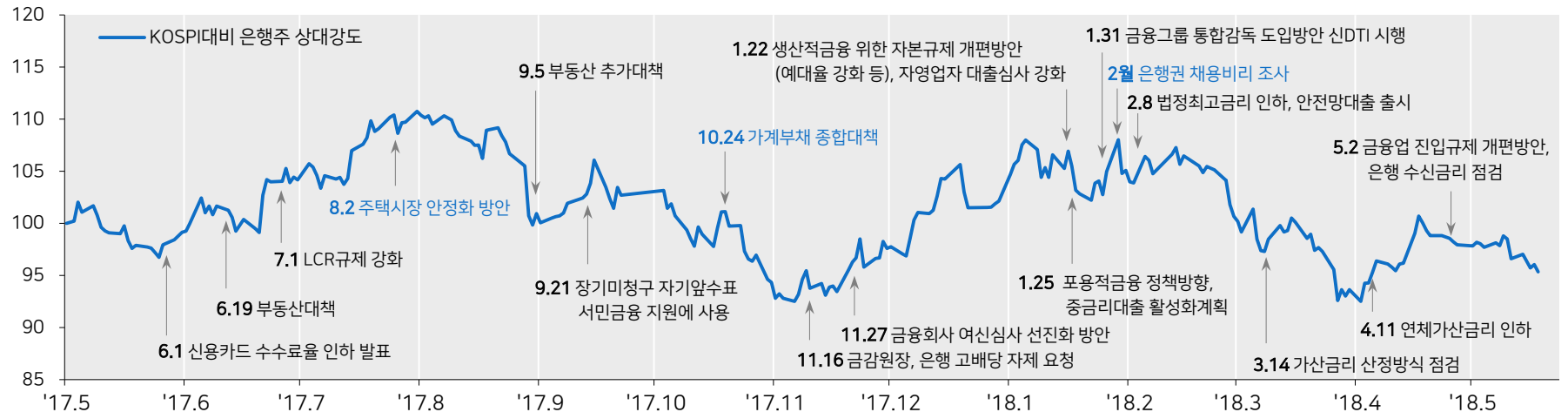
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Regulation – Overall

- 은행업에 대한 규제의 방향성은 현재의 업황이 결정
- 업황이 부진할 땐 수익성 개선을 지원하고, 호황일때는 공공성과 사회적 책임을 강조하기 마련
- 지난 1년간 금융권에 직간접적으로 가해진 가격 규제는 크게 5가지
- 1) 자동차보험료, 2) 실손보험료, 3) 카드 수수료율, 4) 신용이자율, 5) 연체금리 및 법정최고금리 인하

문재인 정부 출범 후 은행업 관련 규제 History

(2017.5.9=100)



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

금융 및 부동산 관련 규제 요약

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

2017	은행업	금융업(보험/증권/카드 등)	부동산	2018	은행업	금융업(보험/증권/카드 등)	부동산
6.1		신용카드 수수료율 인하 발표 우대수수료율 적용받는 영세, 중소가맹점 범위 확대		1.11		코스닥시장 활성화 통한 자본시장 혁신방안 코스닥 시장 세제 확대 및 상장요건 개편 등	
6.19			부동산 대책 LTV, DTI 10%p 강화, 조정대 상지역 추가선정, 전매제한기간 및 재건축 규제강화	1.22	생산적 금융 위한 자본규제 개편방안 고위험주담대 자본규제부담 상향, 예대율 산정시 가계·기업 가중치 차등화, 중소기업 신용대출 인센티브 마련 등	생산적 금융 위한 자본규제 개편방안 증권사 부동산 대출 및 펀드 규제 강화, 중기특화 증권사 투융자 부담 완화, 코스닥주식 위험가중치 하향 등	
7.1	LCR 규제 강화 영업적 예금 인정조건 강화			1.25	포용적 금융 정책방향 서민금융 공급, 최고금리 인하, 카드수수료 부담 경감 등 중금리대출 활성화 계획 사잇돌대출 및 민간 중금리 대출공급 확대(인터 넷전문은행), 중금리 대출 취급 인센티브 확대 등		
8.2~		보험사 자동차 보험료 인하 증권사 신용거래용자 이자율 인하	주택시장 안정화방안 모든 투기과열지구 및 투기지역 LTV, DTI 40% 적용 등				
8.9		문재인 케어 발표 3,800개 비급여 항목 예비 급여로 적용해 2022년까지 전면 급여화		1.30		소액 간단보험 시장 활성화 추진	
9.5			부동산 추가대책 투기과열지구 추가지정, 민간택지 분양가 상한제 부활, 집중모니터링 지역 지정	1.31		금융그룹 통합감독 도입방안 금융그룹 통합 자본적정성 평가, 내부거래· 편중위험 점검, 관리 등	
9.21	서민금융생활지원법 일부개정안 장기미청구 자기앞수표 서민금융 진흥원에 출연			2~	은행권 채용비리 조사		
10.24	가계부채 종합대책 취약차주 맞춤형 지원, 신DTI 도 입 및 DSR 단계적 도입 등			2.8	법정최고금리 24%로 인하 만기 임박한 24% 초 과 대출 전환하는 안전망 대출 출시		개인사업자대출 여신심사 가이드라인 RTI, LTI 도입
11.16	은행 고배당 자제 요청 금감원장, 바젤 자본규제 강화 대비 내부 유보 확대 통한 자본 확충 필요성 강조			2.26			
11.27	금융회사 여신심사 선진화 방안 신DTI, DSR 도입, 자영업자 대출 리스크 관리 강화			3.6		실손의료보험 전환·중지 연계제도 단계 실손의료보험 가입시 일반 개인 실손 전 환/중지 신청 가능	
11.29			주거복지 로드맵 생애단계별, 소득수준별 수요자 맞춤형 지원, 무주택 서민, 실수 요자를 위한 주택 공급 확대 등	3.14	가산금리 산정방식 점검		
12.13			임대주택 등록 활성화 방안 지방세 및 양도소득세 감면 확 대, 임대소득 과세 정성화 및 등록사업자 감면 확대	3.15		금융회사 지배구조 점검 및 개선방안 대주주 적격성 심사대상 확대, 임원후보추천 위원회에 대표이사 참여 금지 등	
				4.1		유병력자 실손의료보험 출시, 실손의료보험 끼워팔기 금지	
				4.11	연체가산금리 3%로 인하		
				5.2	은행 수신금리 점검	금융업 진입규제 개편방안 은행, 보험, 금투 전업권에 걸쳐 진입장벽 완화	
				5.21	은행 해외진출 사전신고 완화 재산상 이익제공 규제 완화		
				5.22	시중은행 지역 내 대출 의무화 제도 추진 철회		

정책 공조화를 위한 가격 조정

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Regulation – 소득주도성장

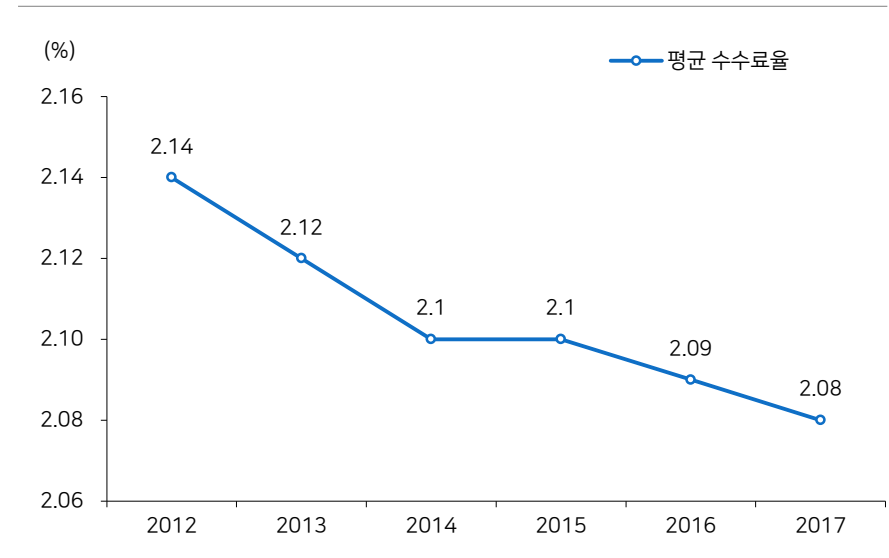
- 앞서 언급한 5개 변수 모두 소득주도성장을 추구하는 정부의 정책 공조화를 위한 것
- 금융회사의 수익성만 훼손시킬 뿐 거시적인 영향은 크게 없는 변수들
- 일례로 보험료 인하로 사고가 늘어나진 않을 것이고, 연체이자가 싸졌다고 연체를 할 것도 아니기 때문

자동차 보험료 조정내역

회사	보험종목	요율조정 (%)	시행시기
삼성화재	개인용	-2.7	20161231
		0.9	20170301
		-0.1	20170811
		-1.6	20170821
		-0.2	20180411
DB손해보험	개인용	0.7	20170301
		0.0	20170511
		-0.8	20170816
현대해상	개인용	0.0	20170228
		0.9	20170301
		-1.5	20170821
		-0.8	20170301
메리츠화재	개인용	-0.7	20170601
		-0.8	20170906
		0.0	20170101
		0.9	20170301
한화손해보험	개인용	-1.6	20170806

자료: 손해보험협회, 메리츠증권증권 리서치센터

카드사 일반 가맹점 평균 수수료를 추이



주: 연매출 5억원 이하 영세, 중소기업 및 특수가맹점은 제외
자료: 여신금융협회, 메리츠증권증권 리서치센터

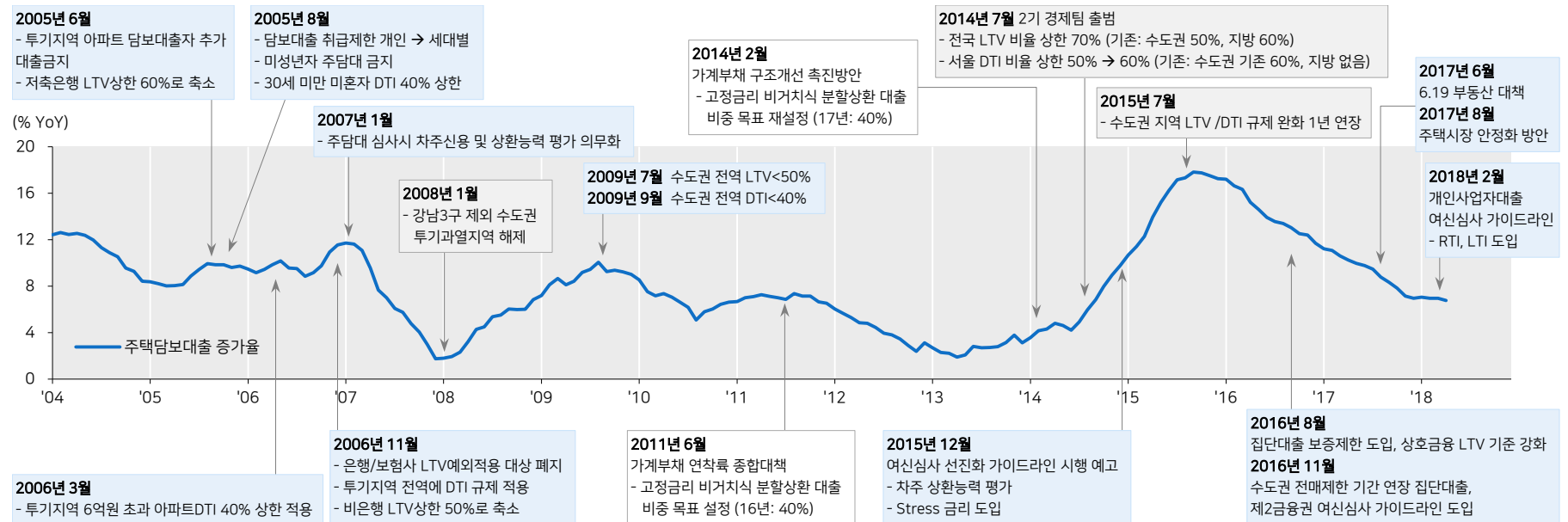
부동산 규제의 배경

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행 Value Trap

Regulation – 양극화

- 정부 경제 정책 방향의 핵심은 경제민주주의(by 소득주도성장)를 통한 양극화 해소
- 정권 출범과 동시에 강력한 규제를 통해 가계 부채 및 부동산 가격 둔화를 겨냥할 수 밖에 없었던 배경
- 1) 부동산을 투기 자산으로 접근하는 것을 막고, 2) 상위 계층의 자산 증가율을 억제해, 3) 양극화 축소

부동산 정책과 은행의 주택담보대출 증가율 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권권 리서치센터

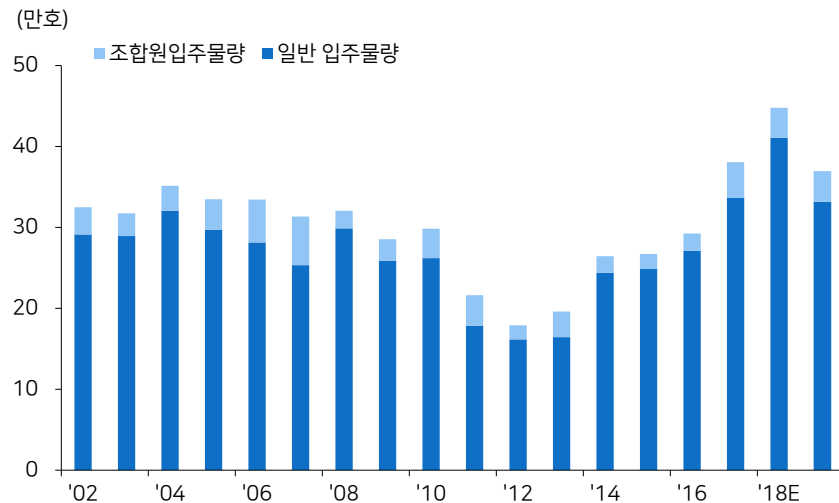
수요와 공급의 불균형 (1)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Regulation – 가계대출

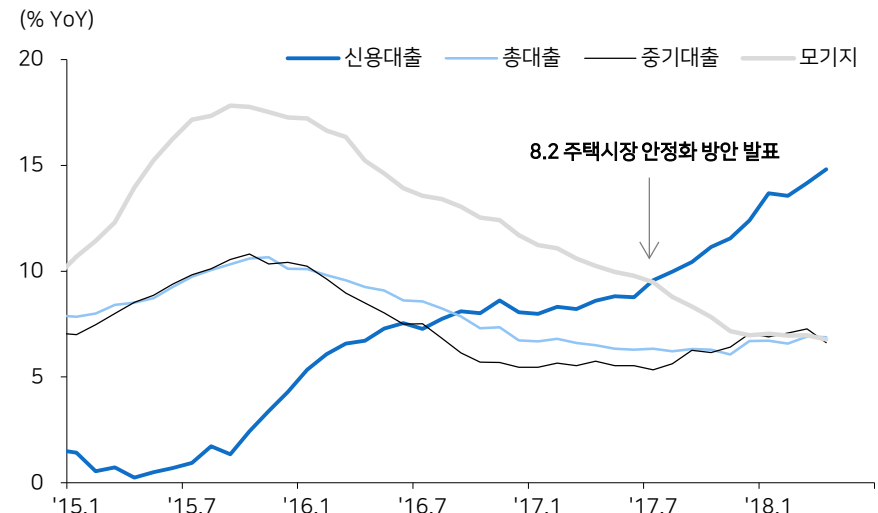
- 최근 은행권의 가계 신용 대출 및 전세자금 대출 증가세 뚜렷
- 실제 지난해 하반기 이후 가계 신용 대출 증가율이 주택담보대출 증가율을 역전하기 시작
- '18년 상반기 사상 최대 입주 물량과 부동산 규제 사이에서 발생하는 괴리감이 빚어낸 결과
- 하반기 이후 입주 물량이 구조적 감소 Cycle에 진입한다는 점에서 가계 대출 증가율 둔화 불가피

2018년 입주물량 Peak-out



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

신용대출 증가율 > 주택담보대출 증가율



자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

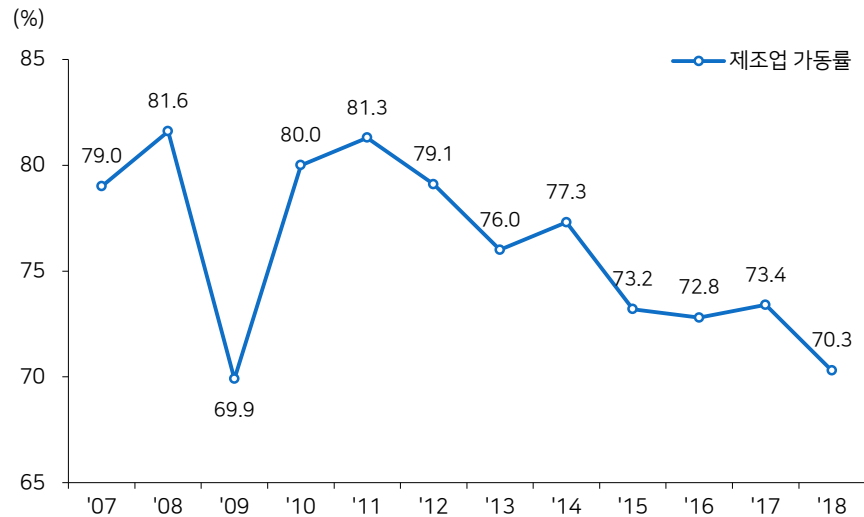
수요와 공급의 불균형 (2)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Regulation – 중기대출

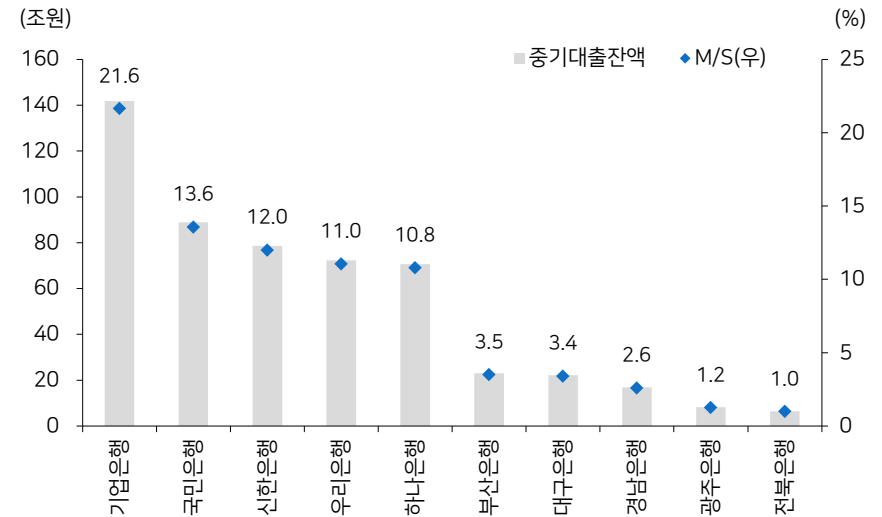
- 은행 성장의 축은 가계에서 중소기업대출 시장으로 이동
- 중소기업대출 성장률의 대표적인 Proxy는 설비투자 지표
- 문제는 제조업 가동률은 하락하고 있으며, 투자 수요 역시 일부 산업(ex. 반도체)에 국한
- 수요가 아닌 공급(은행) 주도 성장이 예상되는 만큼 SME M/S 확보를 위한 출혈 경쟁은 명약관화

제조업 가동률 금융위기 수준까지 하락



주: 2018년은 3월말 기준
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

중기대출 시장 규모 및 M/S



주: 2017년말 기준
자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

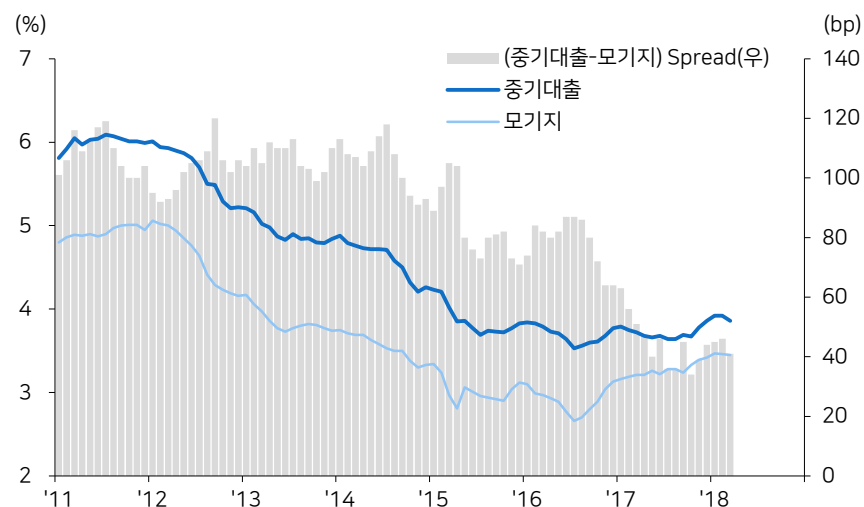
불균형이 초래할 결과는?

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Regulation – 중기대출

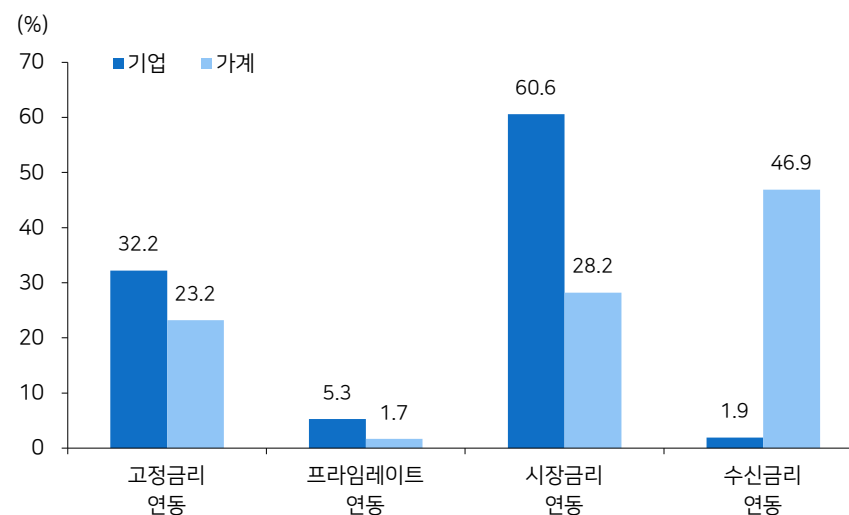
- 중기대출 중심의 Loan Portfolio 재편 과정에서 추가적인 NIM 개선 기대감 존재
- 1) 시중금리 연동 비중이 높아 금리 반영 속도가 빠르고, 2) 가계 여신 대비 고마진 자산이기 때문
- 그러나 불투명한 금리 전망과 은행간 경쟁 심화 가능성 등을 감안시 지나친 기대는 금물

중기대출금리 > 가계대출금리



자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

중기대출 금리민감도 > 가계대출 금리민감도



주: 2018년 3월 신규 취급액 기준
자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

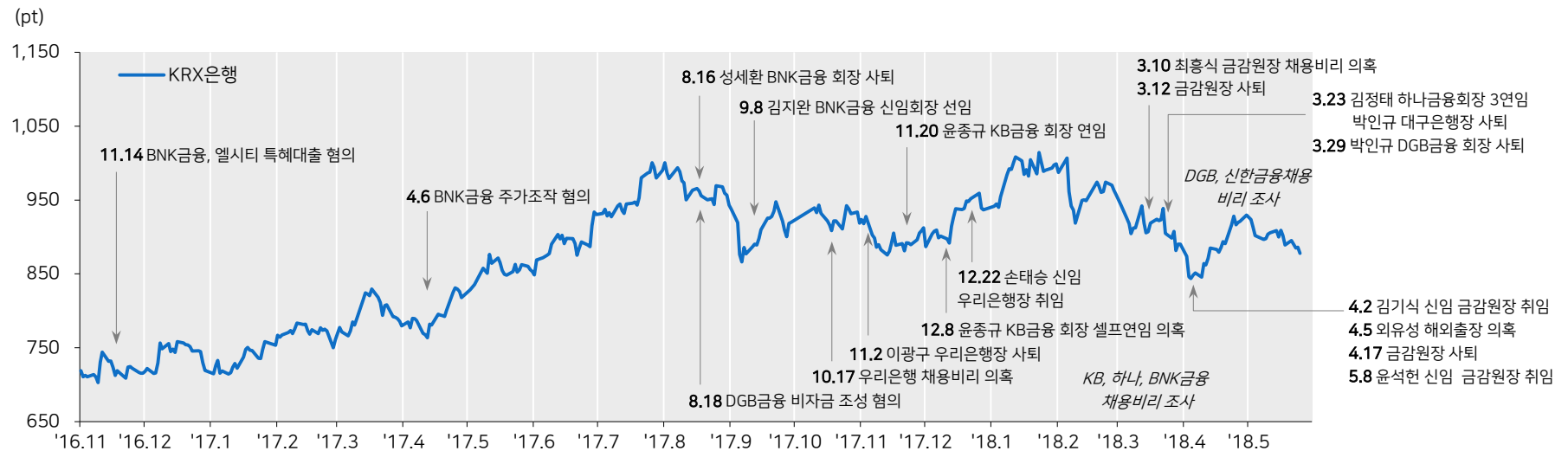
채용비리로 얼룩진 지배구조

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행 Value Trap

Regulation – Governance risk

- 최근 1년간 금융권 수장을 포함한 은행 CEO 관련 지배구조 리스크 부각 (ex. 채용비리, 셀프연임 등)
- 비정상적인 여신 정책, Big bath 시행 등 불편한 경험들이 투자センチ먼트를 훼손
- 과거대비 높아진 이익 체력, 주주 권익 강화 등을 감안시 상기 요인 발생 가능성은 제한적
- 그럼에도 관치 금융, 회전문 인사 및 낙하산 논란 등 투자자들의 경각심은 여전히 잔존

금융권 CEO 리스크



자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

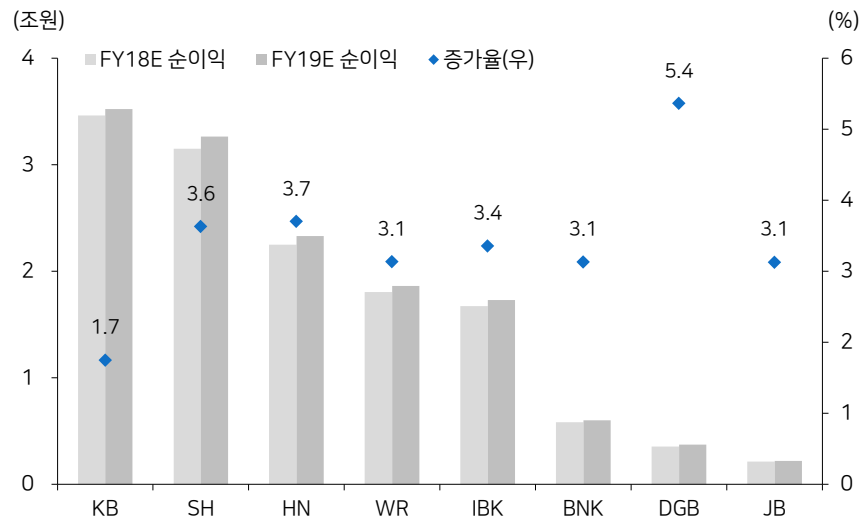
실적과 주가의 괴리?

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행 Value Trap

Consensus – Overall

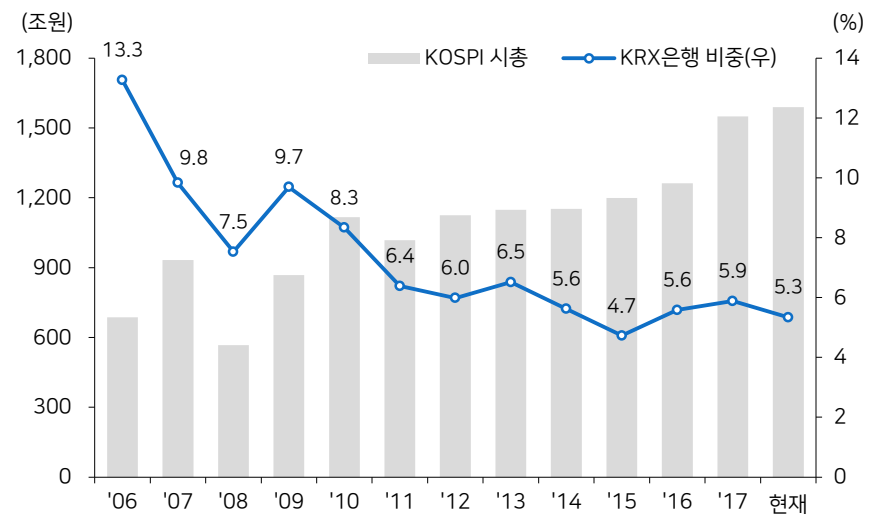
- “금리는 오르고 실적도 좋고 가격(Valuation)은 싼데 규제 때문에センチ가 악화됐다”
- 현재 은행주 주가 흐름에 대해 투자자들이 언급하는 대표적인 표현
- 실제 지지부진한 주가 흐름과 달리 은행권 실적 악화 가능성에 대한 시장의 의심은 의외로 적은 편
- 컨센서스 기준 당사 커버리지 8개사 모두 FY19까지 증익 기조 유지 (단, 이익 개선 폭은 둔화)

FY19E 순이익 > FY18E 순이익



주: Fnguide Consensus 기준
자료: 메리츠증권리서치센터

KRX은행업 KOSPI 대비 시가총액 비중 5.3%



자료: KRX, 메리츠증권리서치센터

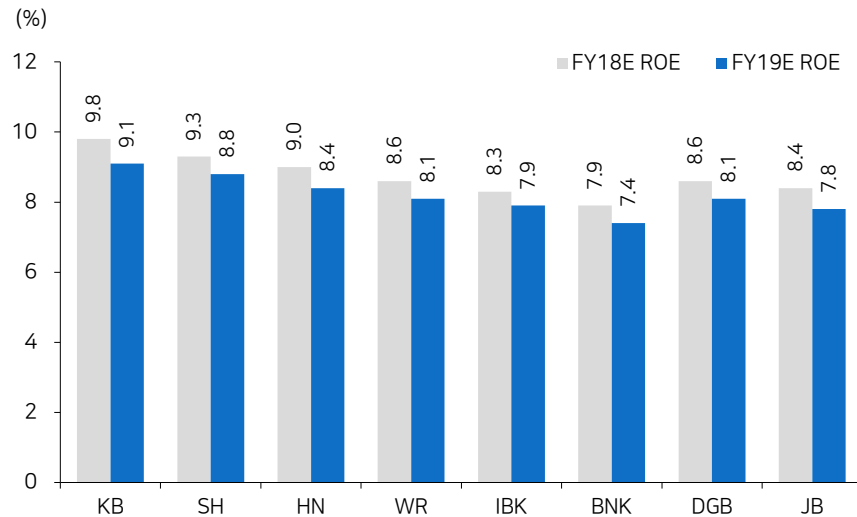
ROE에 녹아있는 투심

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Consensus – ROE

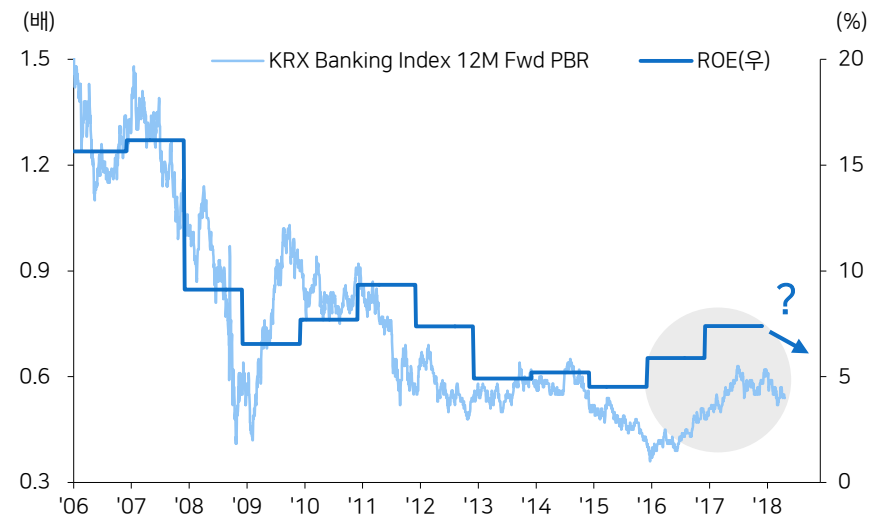
- 표면 순이익 개선과 달리 ROE 전망에는 투자자들의 부정적 투자심리가 그대로 투영
- Top line growth는 보수적으로, 대손비용 악화 가능성은 선제적으로 반영
- 기준금리 인하 Cycle이 시작된 '11년 이후 은행주는 ROE 훼손과 함께 Value Trap 구간에 진입한 경험
- 만약 '19년 이후 은행 ROE 하락을 가정시 추가적인 주가 하방 리스크도 열려 있는 셈

FY18E ROE 8.7% > FY19E ROE 8.2%



주: Fnguide Consensus 기준
자료: 메리츠증권리서치센터

ROE 하락을 가정시 주가 하방 리스크 확대



자료: KRX, 금감원, 메리츠증권리서치센터

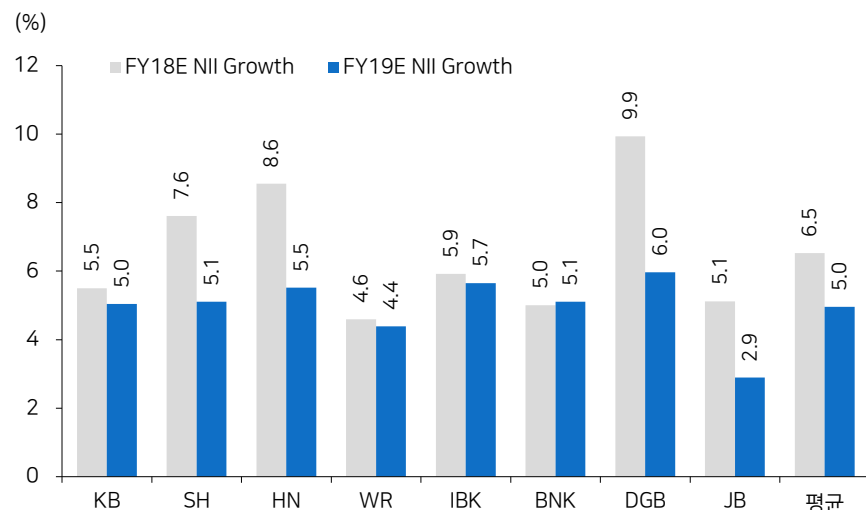
추가마진개선가능성 미반영

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Consensus – Top line

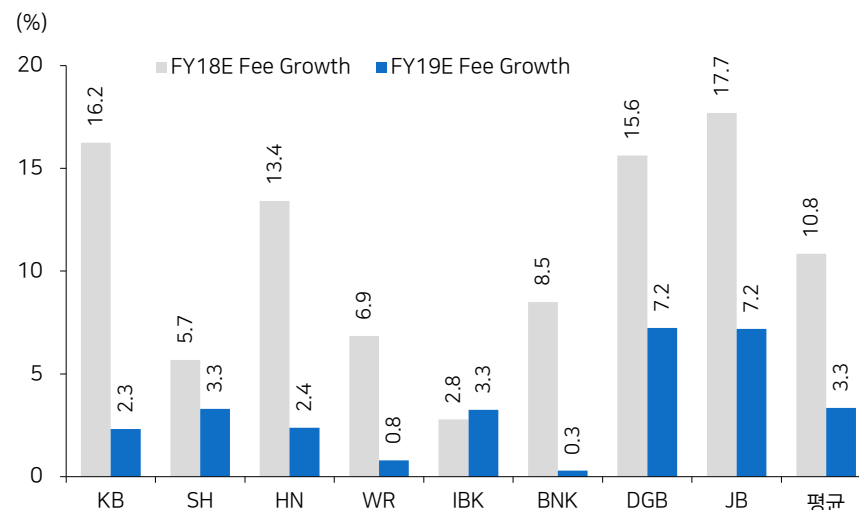
- FY19E 순이자이익, 순수수료이익 개선 폭은 각각 5.0%, 3.3%
- NIM 개선 가능성에 대한 의구심과 명목GDP 성장률(4~5%) 수준의 자산 성장이 가정된 NII 추정치
- 기준금리 인상, 중기 대출 중심 자산 성장이 가져올 추가 마진 개선 가능성은 미반영
- 향후 Earning Revision 과정에서 상향 조정 기대 가능

FY19E 순이자이익 개선 폭 5.0%



주: Fnguide Consensus 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

FY19E 순수수료이익 개선 폭 3.3%



주: Fnguide Consensus 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

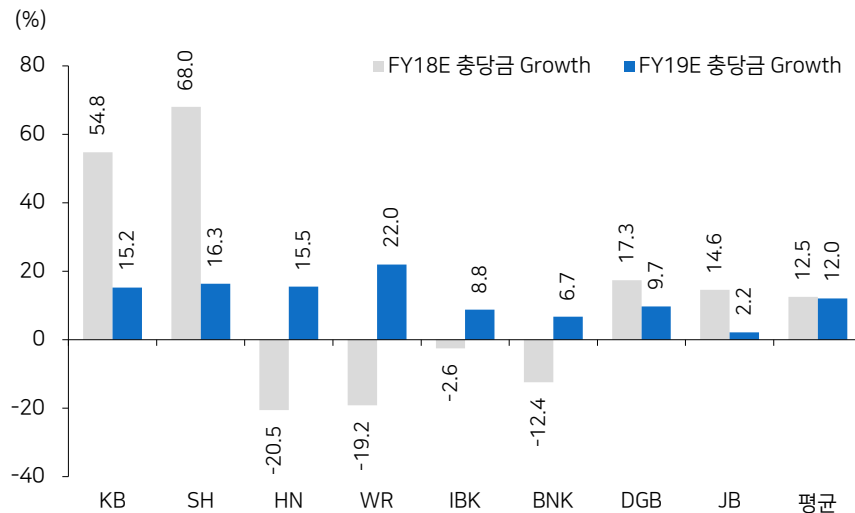
대손 악화 가능성은 선반영

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Consensus – Credit cost

- FY19E 시중은행, 기업 및 지방은행 총당금 전입액 증가율은 각각 17.3%, 6.8%
- 금리 상승에 따른 차주 부실화 가능성, 중기여신 취급 과정에서의 대손비용 증가 등이 선반영
- 특히 Loan portfolio 변화가 예고되는 시중은행의 대손 비용의 상승 폭이 높게 추정
- 본래 중기대출 중심의 자산을 보유한 지방은행은 '자산성장률 + α ' 수준의 완만한 증가세 예상

FY19E 대손비용 증가율 12.0%



주: Fnguide Consensus 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대손비용과 KRX은행업 지수 → 주가의 Swing Factor



주: Fnguide Consensus 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

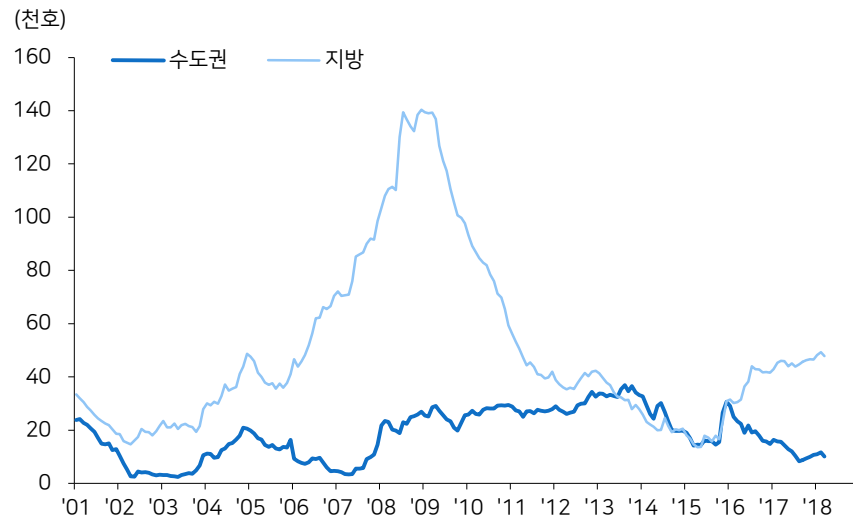
Tail risk 점검

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Consensus – Credit cost

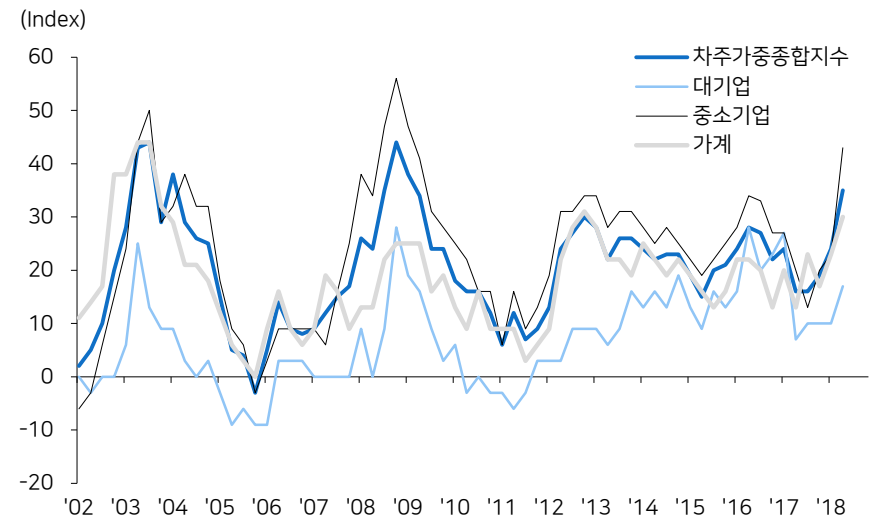
- 지방을 중심으로 미분양은 증가하고 있으며, 중소기업 신용위험 지수는 10년 래 최고 수준까지 상승
- 부동산을 포함한 국내 경기 둔화, 금리 상승에 따른 차주 부담 증가 등이 야기하는 자연스러운 현상
- 1) 제한적인 금리 반등과 2) 분양물량 증가를 감안시 급격한 경기 쇼크 발생 가능성 논의는 시기상조

수도권과 지방의 미분양 추이



자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

국내은행 차주별 신용위험지수



자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

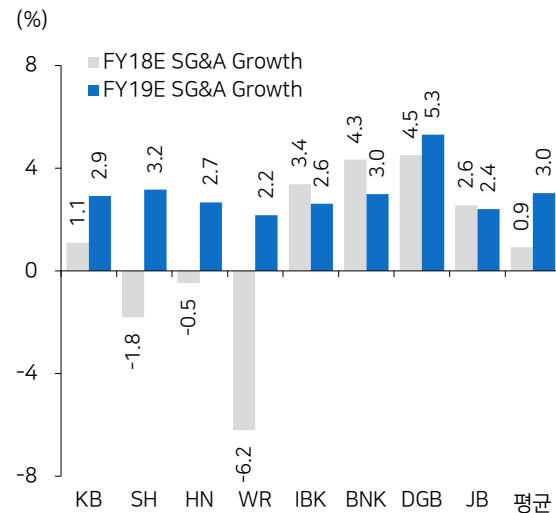
판관비 효율화는 진행형

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Consensus – SG&A

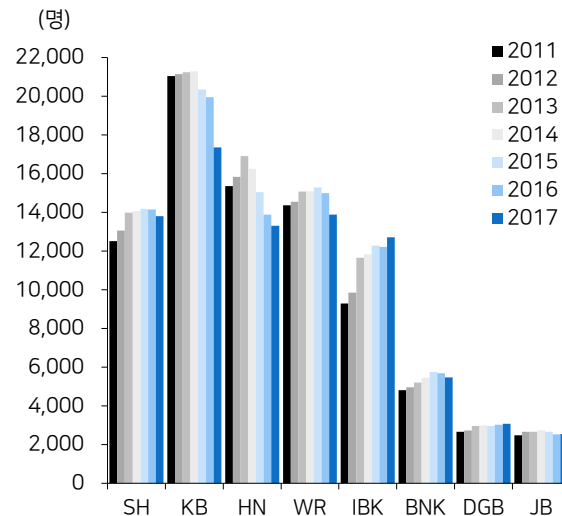
- 지난 2~3년간, 일회성 이익(유가증권 매각익, 총당금 환입 등)에 기반한 공격적 구조조정 실시
- 은행권 몸집 줄이기가 상당 부분 진행된 탓에 추가적인 구조조정 가능성에 대해서는 의문 존재
- 그러나 최근 1) 금융위원장의 희망퇴직 독려 발언, 2) 신규 일자리 창출 등을 고려시 재차 실시 가능
- 구조조정 실시 가능성 + 베이비부머 세대의 본격적인 은퇴 → 판관비 효율화 작업은 현재 진행형

FY19E SG&A 증가율 3.0%



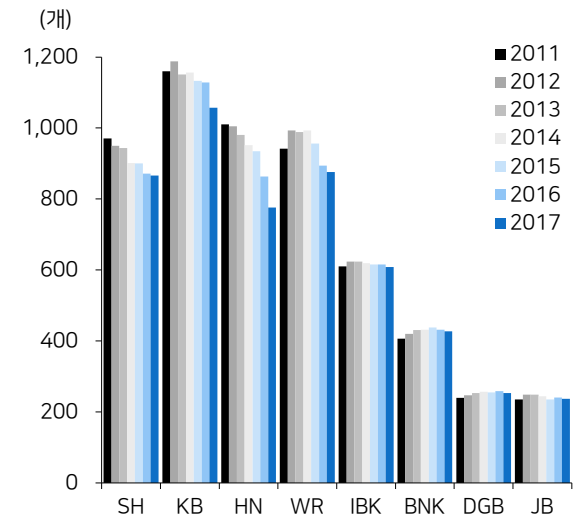
주: Fnguide Consensus 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

총 임직원수 추이



주: 2017년 12월말 기준
자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

국내 지점수 추이



주: 2017년 12월말 기준
자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

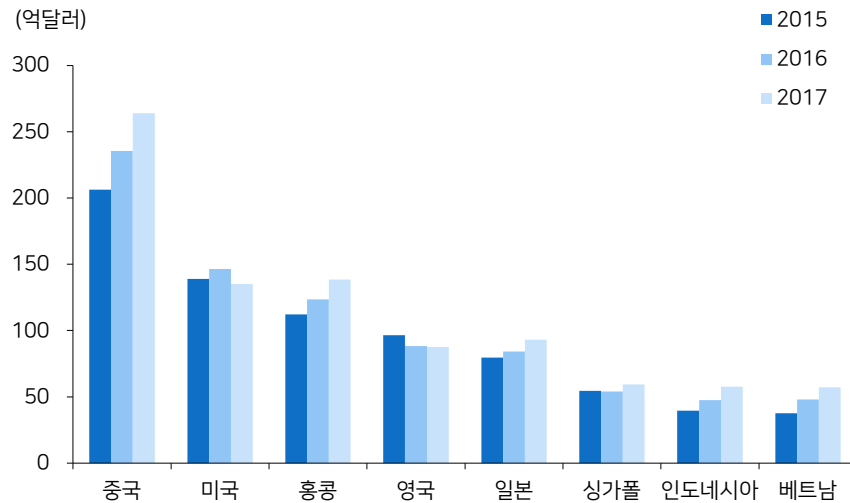
적극적인 해외진출과 정부의 지원

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행 Value Trap

Upside risk – 1) Global

- 베트남, 인도네시아 등 성장 잠재력이 높은 아세안 지역으로의 은행권 진출 활발
- 새로운 경제협력 비전 '신(新) 남방정책', 해외진출 사전신고 제도 완화 등 정부 지원 정책 역시 지속
- 실제 '17년 국내 은행의 베트남, 인도네시아 자산성장률은 각각 18.9%, 21.2%로 타 지역 대비 크게 증가

국내은행 지역별 해외점포 자산 규모 추이



주: 기타 국가는 제외
자료: 금감원, 메리츠증권증권 리서치센터

은행 해외진출 관련 정부 정책

신(新)남방정책

- 신 남방 지역과의 교류, 협력 관계를 4대국(미국, 중국, 일본, 러시아) 수준으로 격상
- 2020년까지 교역량 2,000억 달러까지 확대(이 중 1000억 달러는 베트남과의 교역에서 달성)

은행 해외 진출시 사전신고 완화

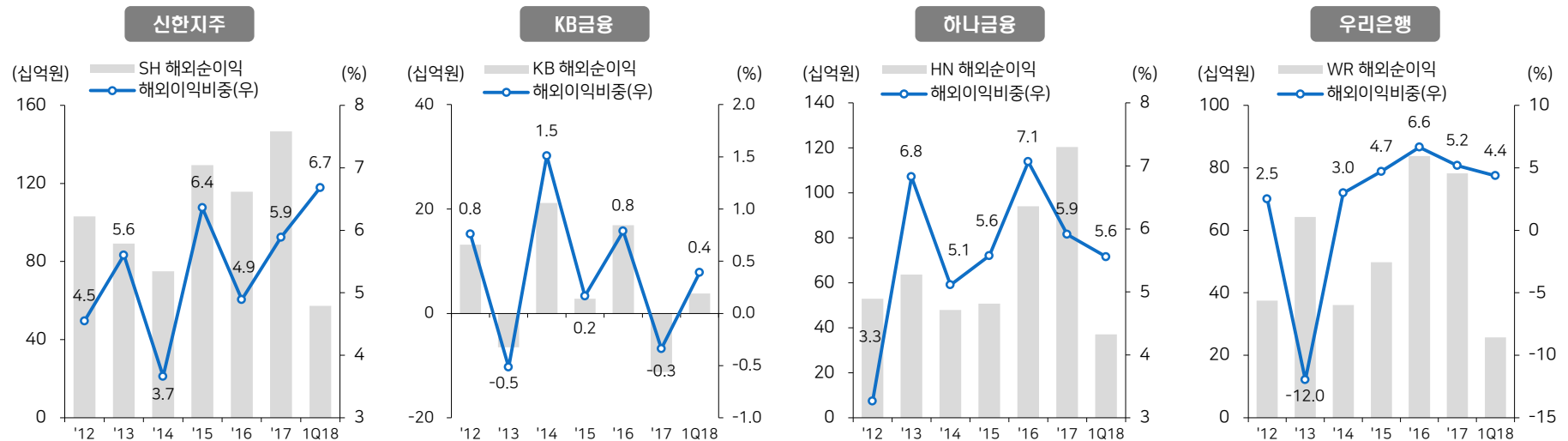
현행	개선
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 해당 은행의 BIS비율 10% 이하 ▪ 진출국가 신용평가등급 B+ 이하 → 사전신고 필요 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 은행 자기자본 1% 이하의 투자규모의 경우 → 사전신고 의무 면제

자료: 금융위, 메리츠증권증권 리서치센터

Upside risk – 1) Global

- 과거 단순 지점 확대 등 소극적 진출 전략과 달리 최근 공격적인 M&A, 지분투자 등이 활발
- 1) 현지 은행 인수로 단기간에 네트워크 구축 → '18년 4월, 기업은행 인도네시아 은행 2곳 인수
- 2) 진입 장벽이 낮은 캐피탈/카드 진출 → '18년 1월, 신한카드 베트남 푸르덴셜소비자금융사 인수
- 3) 디지털 플랫폼을 바탕으로 현지화 금융 강화 → KB금융, 디지털뱅크 플랫폼 '리브 KB카보디아' 출시
- 전체 순이익 대비 미미한 이익 기여도로 주가 상승 트리거로는 역부족이나 방향성은 분명 긍정적

금융지주 해외이익 비중 추이



자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

상장은행 해외 진출 주요 현황

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

투자회사		피투자회사	국가	주요 내용
신한지주	신한은행	SBJ은행	일본	2017년 순이익 688억원, 글로벌 부문에서 차지하는 이익비중 29%
		신한베트남은행	베트남	ANZ 뱅크 베트남 리테일 부문 인수계약 체결로 18개 지점 보유, 연말까지 27개 현지 영업점 확보 예상, 2017년 글로벌 부문에서 차지하는 이익비중 20%
		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	베트남	현지 남안증권 지분 100% 인수해 공식법인 출범, 은행과의 시너지 활용해 현지 고금리 상품 개발 계획
		신한금융투자인도네시아	인도네시아	현지 마킨타증권 지분 99% 인수, 현지 대기업 리포 그룹과 MOU 체결해 투자금융사업 협력
우리은행	우리은행	푸르덴셜여신전문회사	베트남	지분 100% 약 1600억원에 인수. 베트남 현지 신용카드 및 개인 소액대출 시장 진출
		우리소다라은행	인도네시아	현지은행 Bank Saudara 인수한 뒤, 인도네시아우리은행과 합병해 우리 소다라 은행 출범
		베트남우리은행	베트남	우리카드와 공동으로 베트남 현지 신용카드 출시
		우리웰스뱅크필리핀	필리핀	필리핀 저축은행 Wealth Development 지분 51% 인수, 파트너사 Vicsal그룹과 합작형태로 우리 웰스뱅크 필리핀 주주구성 Vicsal 그룹과 함께 신용카드 사업을 추진할 예정이며 2020년까지 130만명 이상 회원 확보 계획
하나금융	하나은행	우리파이낸스캄보디아	캄보디아	마이크로파이낸스사 Malis 인수 합병하여 현지법인 출범
		하나은행중국유한공사	중국	2017년 순이익 373억원, 전년대비 30% 증가
KB금융	KB증권	인도네시아KEB하나은행	인도네시아	현지 120위권 빈탕 마늘갈 은행 지분 60% 인수 후, 외환은행 인도네시아 현지법인과 합병해 30위권 은행으로 성장, 58개 지점 보유
		KB증권베트남	베트남	현지 매리타임 증권 지분 99.4% 인수
기업은행	기업은행	아그리스은행	인도네시아	인도네시아 외환거래 전문 아그리스 은행 지분 82.59% 인수 기존주주인 DIP(Dian Intan Perkasa)와 조건부 주식매매계약 체결방식
		미트라니아가 은행	인도네시아	조건부 주식인수계약 체결. 인도네시아 현지 규정(은행 지분 소유한도 최대 40% 초과시 2곳 이상의 현지 은행 인수)에 따라 현지은행 인수해 현지법인 설립 나섬. 첫 번째 인수한 아그리스 은행과 시너지 창출 기대
BNK금융	BNK캐피탈	현지법인 설립	캄보디아, 베트남, 라오스	소액 대출을 활용, 동남아시아 시장 적극적인 진출
JB금융	전북은행	프놈펜산업은행	캄보디아	현지 프놈펜산업은행 인수 (전북은행 50%, 캐피탈 10%, 아프로파이낸셜 40%)
	JB우리캐피탈	JB캐피탈미얀마	미얀마	MFI인가 받아 현지법인 설립
DGB금융	대구은행	캠캐피탈은행	캄보디아	현지 캠캐피탈은행 지분 100% 인수, 5개 지점 영업 중
		DGB라오리싱	라오스	라오스 자동차 할부금융시장 진입

Upside risk – 2) Digitalization

- IT 기술을 앞세운 핀테크 기업 발달하며 은행 기능의 파편화 진행 중
- 은행 역시 핀테크 랩 운영, 핀테크 기업과의 협업 등을 통해 신규 채널 및 고객 확보 노력 지속
- 전통적인 수수료이익 기반 약화는 불가피하나, 업무 효율성 제고 및 비용 절감 효과 기대

주요은행 핀테크 랩(핀테크 스타트업 육성) 운영 사례

금융사	핀테크랩	특징
KB금융	KB Innovation HUB	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 스타트업과 핀테크, 오픈소스를 연구 · 협업하는 프로그램 ▪ 투자와 해외진출, 모바일, IT 등 세분화된 멘토링 등 성장단계별 지원 제공 ▪ 사업모델 검토하고 KB금융그룹 계열사와 매칭
신한지주	신한 FUTURE'S LAB	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 핀테크스타트업의 내외부 멘토 체계와 투자 프로세스, 교육프로그램 운영 ▪ 2016년 12월 베트남 호치민에 진출
하나금융	1Q Agile Lab	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 인공지능과 빅데이터, 로보어드바이저, 송금, 결제 등 핀테크 전 영역에서 스타트업 육성 ▪ 인프라지원과 멘토링, 투자까지 모두 한 팀에서 이뤄짐
우리은행	위비핀테크 Lab	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 입주 공간, 테스트베드, 법률 자문 서비스 제공 ▪ 은행 차원 직접 투자도 검토 ▪ 은행과의 실질적인 협력을 목표로 핀테크 스타트업과 사업교류, 협력 강화해나간다는 계획
기업은행	핀테크 Dream Lab	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 희망컨설팅, 멘토링, 직접투자, 투자유치 연계, 사업화, 해외진출 등 지원 ▪ 성장단계에 따라 핀테크 업체 맞춤형 금융지원 및 종합적 육성프로그램 운영

자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

핀테크 기업과 협업 사례

금융사	핀테크 업체	내용
우리은행	에이젠글로벌	AI연계 여신상품 솔루션 공동 개발중
	매너카	모바일 자동차대출 상품 '위비오토론' 출시
	트라이월드홀딩스	차량 보증 서비스 앱 기술 접목
	다움소프트	해외직구 앱 서비스 위미마켓에 접목
	베네프	카드 사용내역 분석해 고객별 적합한 금융상품 추천
KB금융	해빗팩토리	KB카드 리브메이트 소비매니저 모듈고도화 KB손해보험, KB생명보험의 보험보장 분석 모듈 진행
	애자일소다	KB손해보험과 이상징후 분석과제(FDS) 계약 체결
	어브로딘	해외 연수기관과 유학생 직접 연결하는 서비스 개발, 어학연수 관련 카드결제 서비스 제공 계획
신한지주	블로코	블록체인 기술 활용한 그룹사 모바일 앱 통합인증 서비스 '신한통합인증' 개발
	파운트	AI 소비관리 서비스 '판 페이봇' 론칭
	스케일체인	블록체인 기술 활용해 골드바 구매 교환증 및 보증서 발급하는 '골드안심서비스' 출시
하나금융	내담네트웍스	중고차 거래 쇼핑몰 '핀카'와 자동차 금융 서비스 제공
	마인즈랩	대화형 금융플랫폼 '하이뱅크' 서비스 개발

자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

디지털 금융 적용 사례

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Upside risk – 2) Digitalization

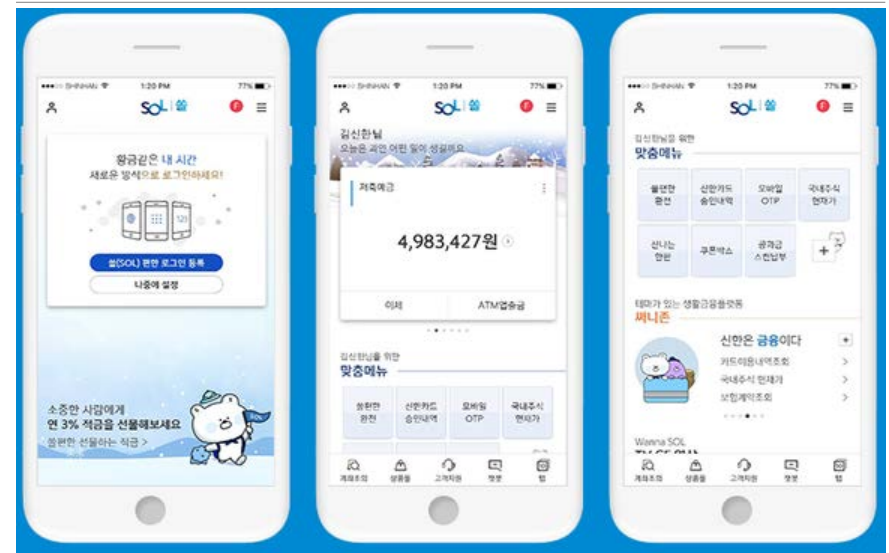
- 1) 영업점 디지털화 → Tablet PC 활용한 업무 진행, AI 안내 로봇 시범 운영 중
- 2) 모바일 banking 앱 전면 개편 → 인공 지능과 빅데이터를 활용한 로보 어드바이저, 챗봇, 보이스 banking 등
- 3) RPA(로봇 프로세스 자동화) → 단순 반복이 아닌 생산적 · 창의적 업무 환경 제공을 위해 도입 추진

우리은행 인공지능 로봇 '페퍼'



자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

새롭게 개편한 신한은행 통합 앱 '솔(SOL)'



자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

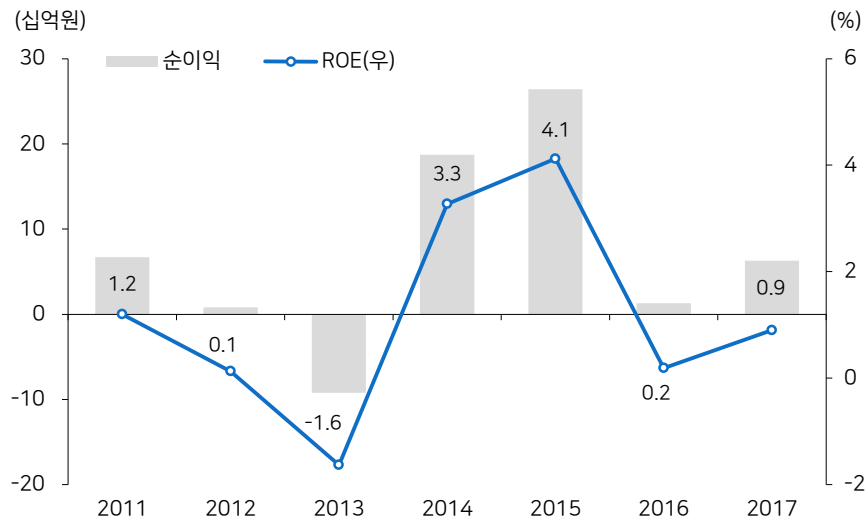
ROE 제고 여부가 핵심

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Upside risk – 3) M&A

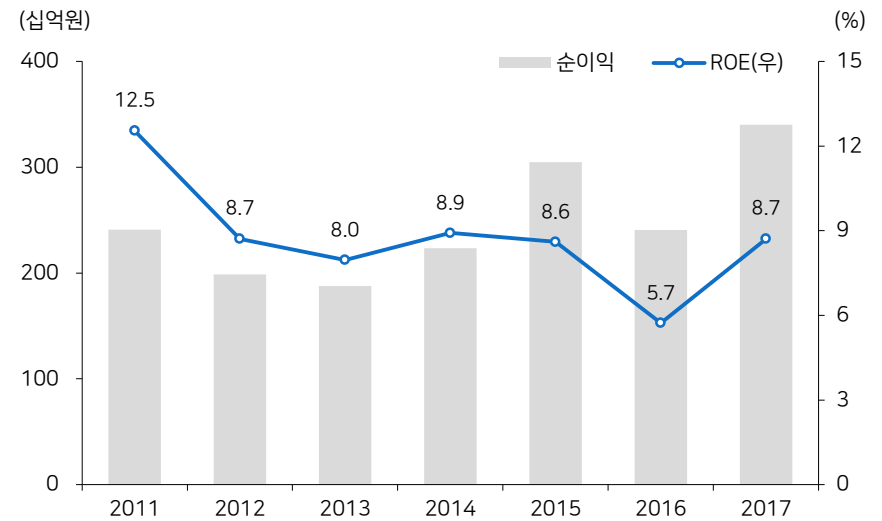
- M&A가 주가에 긍정적으로 작용하기 위해서는 단순 이익 증가가 아닌 ROE 개선에 대한 신뢰가 필요
- LG손해보험, 현대증권 인수로 경쟁사와의 Valuation 격차를 역전한 KB금융이 대표 모범 사례
- 최근 하이투자증권 인수 작업이 재개된 DGB금융지주에 대해 시장의 반응이 차가운 것도 같은 이유
- ING생명 역시 KB금융(FY18E ROE 10.1%), 신한지주(FY18E ROE 9.1%)가 인수시 ROE 희석 가능성 존재

하이투자증권 실적 추이



자료: 하이투자증권, 메리츠증권증권 리서치센터

ING생명 실적 추이



자료: ING생명, 메리츠증권증권 리서치센터

Upside risk – 3) M&A

- 6월 예비인가 신청 후, 내년 초 지주사 출범을 목표로 관련 일정 진행 예정
- 은행업법(37조)상 제한 받고 있는 자회사 출자한도를 극복하고 비은행 포트폴리오를 확대하기 위함
- 마땅한 물건이 부재한 증권사보단 운용사, 부동산신탁사 등을 인수 후 자산관리시장 경쟁력 강화 예상

은행법 제37조 → 자회사 출자한도 자기자본의 20%

은행법 제37조 내용

은행법 제37조 (다른 회사에 대한 출자제한 등)

- ① 금융기관은 다른 회사의 의결권있는 발행주식(출자지분 포함)의 100분의 15를 초과하는 주식을 소유할 수 없다.
- ② 금융기관은 제1항의 규정에 불구하고 금융위원회가 정하는 업종에 속하는 회사 또는 기업구조조정 촉진을 위해 필요한 것으로 금융위원회의 승인을 얻은 경우에는 의결권있는 발행주식의 100분의 15를 초과하는 주식을 소유할 수 있다. 다만, 다음 각호의 1에 해당하는 경우에 한한다.
 1. 금융기관이 의결권있는 발행주식의 100분의 15를 초과하는 주식을 소유하는 회사(이하 "자회사"라 한다)에 대한 출자의 총합계액이 금융기관 자기자본의 100분의 20의 범위내에서 대통령령이 정하는 비율에 해당하는 금액을 초과하지 아니하는 경우

자료: 법제처, 메리츠증권증권 리서치센터

우리은행 자회사 출자 현황

	지분율 (%)	출자금액 (억원)
우리카드	100	11,500
우리종합금융	59.83	2,017
우리에프아이에스	100	252
우리프라이빗에쿼티자산운용	100	300
우리금융경영연구소	100	30
우리신용정보	100	30
우리펀드서비스	100	100
한국비티엘인프라투자회사	99.87	7,764
우리아메리카은행	100	2,024
인도네시아우리소다라은행	79.88	2,154
중국우리은행	100	4,016
러시아우리은행	100	202
브라질우리은행	100	260
우리파이낸스캄보디아	100	46
우리파이낸스미얀마	100	24
우리웰스뱅크필리핀	51	257
베트남우리은행	100	1,554
홍콩우리투자은행	100	0.5
합계 (A)		32,530
우리은행 자기자본 (B)		197,962
자회사 출자한도 (C=B X 20%)		39,592
자회사 출자여력 (C-A)		7,062

자료: 우리은행, 메리츠증권증권 리서치센터

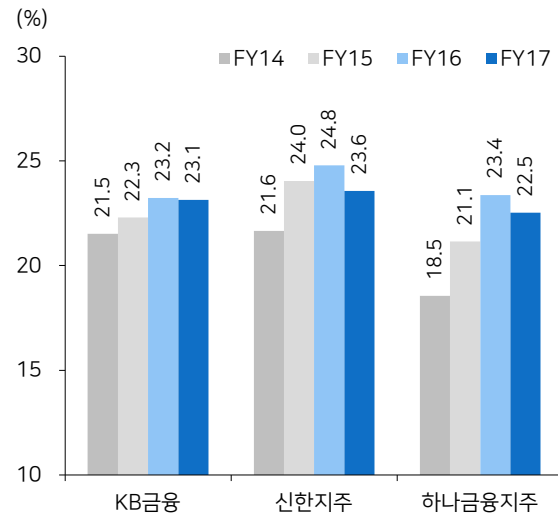
기대를 저버린 배당 정책

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행 Value Trap

Upside risk – 4) Dividend

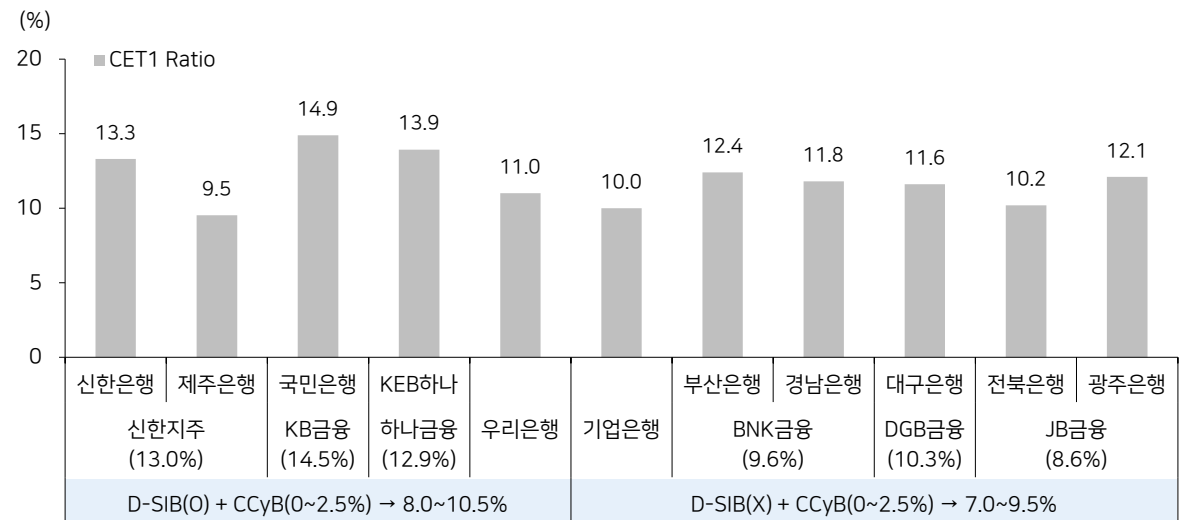
- FY17 3대 금융지주 배당성향 후퇴하며 금융당국의 고배당 자제 요구 현실화
- 규제 수준을 크게 상회하고 있는 자본비율을 감안시 납득하기 어려운 부분
- 당분간 자사주 매입, 급진적인 배당 성향 확대 등 적극적인 주주친화 정책 시행 기대는 요원

3대 금융지주 Payout ratio 추이



자료: 각사, 메리츠증권리서치센터

1Q18 은행별 CET1 Ratio

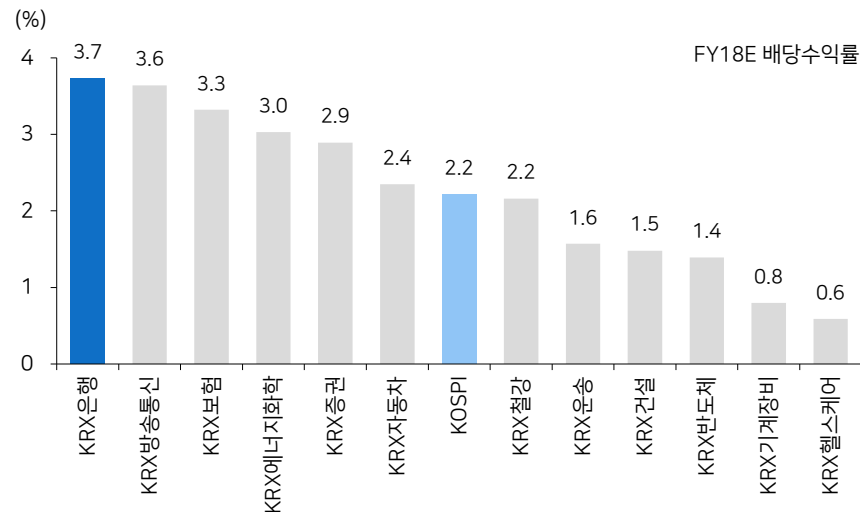


주: D-SIB 추가자본 1% 적립 가정(2018년 현재는 0.75% 부과)
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

Upside risk – 4) Dividend

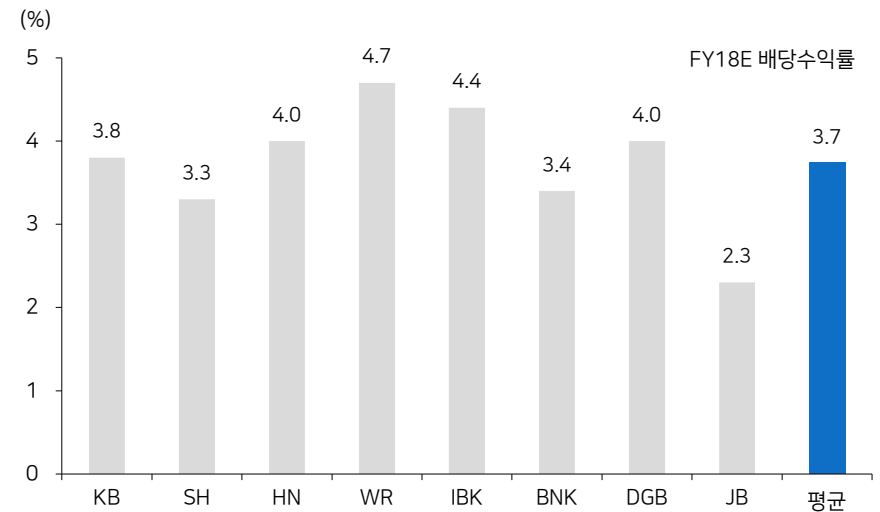
- 은행주의 배당 투자 매력도는 여전히 국내 주식시장 내 최고 수준
- KRX은행업 FY18E 배당수익률 3.7% > KOSPI FY18E 배당수익률 2.2%
- 스튜어드십 코드 도입 등 주주환원에 대한 투자자들의 목소리가 높아지고 있는 시대적 흐름
- 실제 타 업종의 경우 점진적으로 배당성향이 상향 조정되고 있는 추세
- 은행 역시 금융기관이 아닌 금융회사로 관련 주주 요구에 부응할 필요

FY18E KRX 업종별 예상 배당수익률



주: 컨센서스 기준
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

FY18E 종목별 예상 배당수익률



주: 당사 추정치 기준
자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

Upside risk – 5) 남북경협

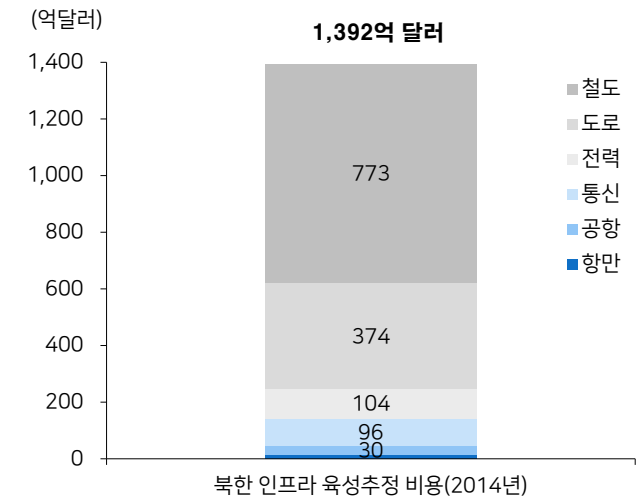
- 남북관계가 급진전 됨에 따라 통일 및 경제 협력 관련 국내 금융주 수혜 가능성 부각
- 인프라 투자, 경험 관련 기업 자금 수요 등이 정체된 은행 성장성에 새로운 동력이 될 것이라는 기대
- 다만, 통일비용을 고려한 투자부담은 현실화까지 상당한 기한이 걸릴 것이라는 점에서 아직은 먼 미래
- 초기 투자 역시 시중은행 보단 국책은행(ex. 산업은행), 기업(민간자본)을 중심으로 진행될 가능성 높아

통일 비용 추정치는 연구주체 마다 크게 상이

연구주체	추정연도	추정비용	계산 근거
한국개발연구원	1991년	2~3천억원	점진적 혹은 급진적 통일
삼성경제연구소	2005년	500조원	10년간 최저소득 보장 및 투자
Rand	2005년	60~600조원	50~60년 내에 북한 GDP를 200% 이상 증대
한국조세연구원	2009년	10년간 GDP의 7~12%	50~60년 내에 북한의 생산성이 남한의 80~90% 수준으로 수렴
Peter Beck	2010년	30년간 2~6조원	북한의 소득을 남한의 80% 수준으로 증대
Charles Wolf	2010년	70~200조원	북한의 GDP를 5~6년 안에 200% 증대, 또는 북한의 소득을 남한 수준으로 증대
Jaewoo Lee	2012년	2050년까지 320조원 (GDP의 3~10%)	기반시설투자와 복지지출을 남한 수준으로 유지

자료: Jaewoo Lee(2012), BofA Merrill Lynch, 메리츠증권증권 리서치센터

통일 감안 북한 인프라 투자금액, 1천3백억 달러 규모



자료: 금융위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

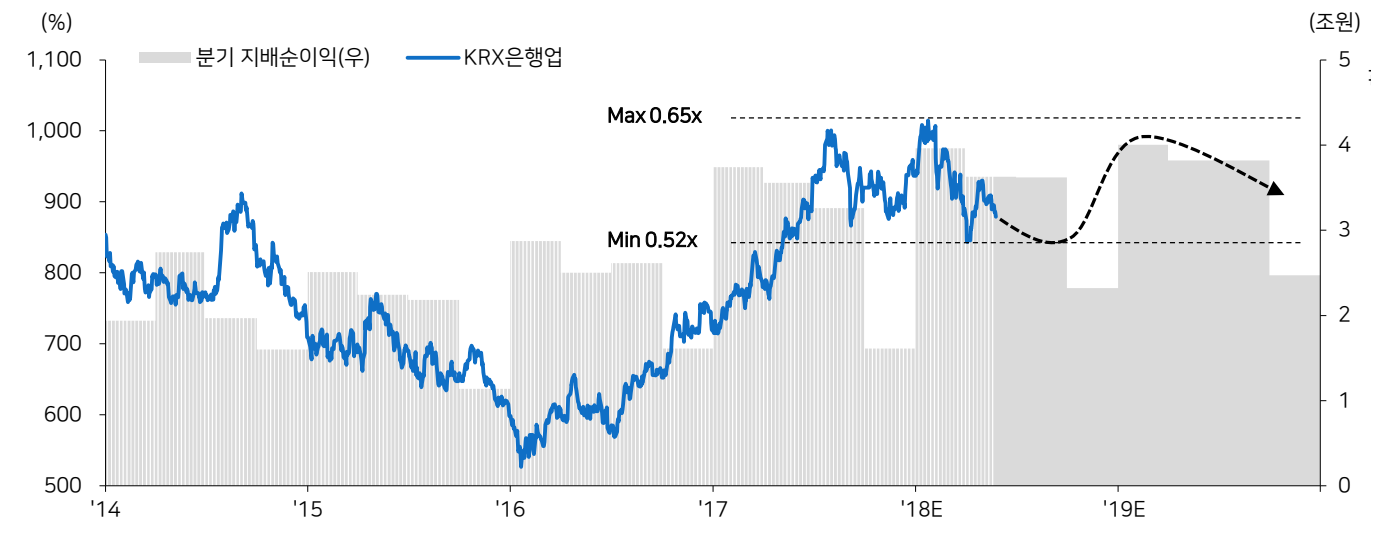
은행업 투자의견 Neutral로 하향

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Strategy – Overall

- 경험적으로 은행주 주가 흐름은 우려는 선반영, 기대감은 현실화되는 시점에 반영되는 경향
- 전술한 Upside risk의 대부분은 중장기적으로 주가에 반영될 부분
- 어닝 시즌 호실적에 기댄 계단식 상승을 기대할 수 있으나, 관성적인 Value trap을 벗어나기엔 역부족
- 하반기 은행업 투자의견을 기존 Overweight에서 Neutral로 하향조정

12m Fwd PBR 0.52~0.62배 사이의 제한적인 주가 움직임 예상



주: 당사 커버리지 8개사 기준
자료: KRX, 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

Target PBR Multiple 0.57배

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Strategy – Valuation

- 은행업종 12M Fwd Target PBR Multiple 0.57배 제시
- 12개월 예상 ROE 8.8%에 CAPM 모형 적용한 자본비용 13.1%를 통해 산출
- 자본비용 계산시 금리 인하 사이클에서의 KOSPI대비 평균 COE 할증 폭(6.5%)을 가산 적용
- 밸류에이션 시점 변경, 낮아진 주가 변동성(Low beta) 등을 반영해 종목별 적정주가도 미세 조정
- 신한지주 → 적정주가 변동은 없으나, 제한적인 추가 상승 여력을 감안해 Trading Buy로 투자 의견 변경

은행업 Valuation

	단위	값	비고
12M Fwd ROE	(%)	8.8	메리츠종금증권 은행업 유니버스 기준
Cost of Equity	(%)	6.6	메리츠종금증권 은행업 유니버스 기준
Risk Free Rate	(%)	2.2	국고 3년물
Risk Premium	(%)	6.0	메리츠종금증권 기준
Beta	(배)	0.7	종목별 52주 주간 베타 산술평균
COE 조정계수	(%)	6.5	과거 금리 인하 Cycle에서의 KOSPI 대비 평균 할증폭
Adj. Cost of Equity	(%)	13.1	Cost of Equity + COE 조정계수
Eternal Growth	(%)	0.0	영구성장률 0% 가정
Adj. Fair PBR	(배)	0.67	
Premium/Discount	(%)	-14.4	종목별 Premium/Discount 산술평균
Target PBR	(배)	0.57	
현재 시가총액(5/25)	(십억원)	84,045	메리츠종금증권 은행업 유니버스 기준
목표 시가총액	(십억원)	101,933	메리츠종금증권 은행업 유니버스 기준
Upside Potential	(%)	21.3	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

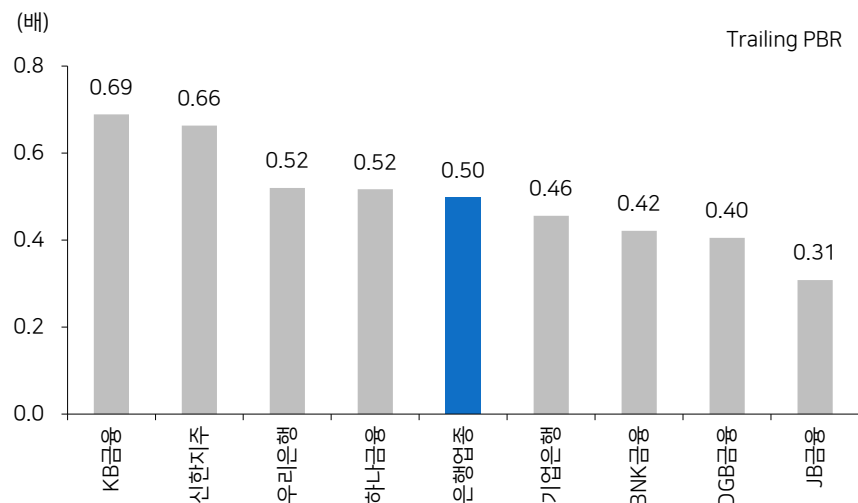
시중은행 > 지방은행

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

Strategy – Top picks

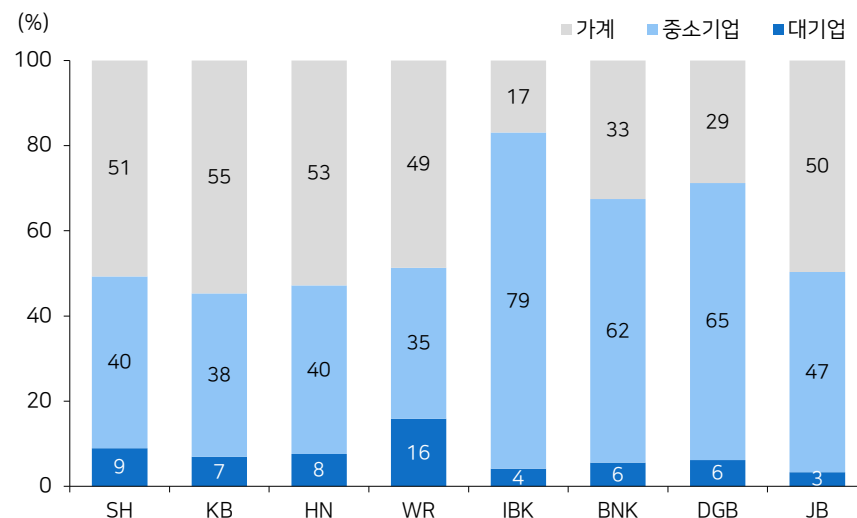
- 지난 2~3년간 종목간 수익률 격차는 Loan portfolio 차이에서 오는 건전성 개선 속도 차이에 기인
- 같은 이유로 중기대출 시장 확대에 따른 기업은행 및 지방은행의 상대적 수혜 예상 우세
- 문제는 수요가 아닌 공급(은행) 주도 성장이라는 점에서 부작용(마진↓, 자산건전성↓ 등) 발생 가능
- 여전히 시중은행 중심의 접근이 유효하다는 판단이며, KB금융과 우리은행을 최선호주로 추천

상장은행 Valuation



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

상장은행 Loan Portfolio



주: 2018년 3월말 기준
자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

종목별 적정주가 산출내역

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

PBR Valuation Tool

(원, 배, %)	KB금융	신한지주	하나금융지주	우리은행	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주
12M Fwd ROE	10.0	9.1	9.0	9.0	8.2	7.9	8.2	8.7
Cost of Equity	8.2	6.2	7.0	6.7	6.6	6.2	5.8	6.0
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	1.0	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
COE 조정계수	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
Adj. Cost of Equity	14.7	12.7	13.5	13.2	13.1	12.7	12.3	12.5
Eternal Growth	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fair PBR	1.2	1.5	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5
Premium/Discount	+10.0	0.0	-10.0	-10.0	-20.0	-20.0	-30.0	-35.0
Target PBR	0.75	0.71	0.60	0.62	0.50	0.50	0.47	0.45
12M Fwd BPS	93,344	74,464	89,537	32,433	37,839	24,113	26,733	16,196
적정주가	70,000	53,000	54,000	20,000	19,000	12,000	12,500	7,300
현재가 (5/25)	55,400	46,350	43,500	15,800	16,200	10,250	10,600	6,150
기존 적정주가	75,000	53,000	60,000	19,000	19,000	12,500	14,000	7,600
적정주가 변동사항	-6.7% 하향조정	유지	-10.0% 하향조정	+5.3% 상향조정	유지	-4.0% 하향조정	-10.7% 하향조정	-3.9% 하향조정
Upside Potential	26.4	14.3	24.1	26.6	17.3	17.1	17.9	18.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Coverage Valuation Table

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

		Top Picks		시중은행			지방은행		
		KB금융	우리은행	신한지주	하나금융지주	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주
Code No.		105560 KS	000030 KS	055550 KS	086790 KS	024110 KS	138930 KS	139130 KS	175330 KS
투자의견		Buy	Buy	Trading Buy	Buy	Trading Buy	Trading Buy	Trading Buy	Trading Buy
적정주가(원)		70,000	20,000	53,000	54,000	19,000	12,000	12,500	7,300
현재가(5/25, 원)		55,400	15,800	46,350	43,500	16,200	10,250	10,600	6,150
상승여력(%)		26.4	26.6	14.3	24.1	17.3	17.1	17.9	18.7
지배순이익(십억원)	2016	2,144	1,261	2,775	1,330	1,158	502	288	143
	2017	3,311	1,512	2,918	2,037	1,501	403	302	185
	2018E	3,524	1,876	3,043	2,271	1,681	584	341	209
	2019E	3,644	1,967	3,191	2,397	1,722	611	368	214
자본총계(십억원)	2016	31,261	20,546	31,745	23,390	18,047	7,087	3,972	2,964
	2017	34,045	20,565	33,703	24,828	19,802	7,656	4,196	3,086
	2018E	35,605	21,329	34,856	26,689	20,675	8,215	4,672	3,028
	2019E	38,380	22,772	37,302	28,537	21,923	8,700	4,985	3,275
ROE(%)	2016	7.2	6.4	9.0	6.0	6.6	7.9	8.0	6.5
	2017	10.2	7.4	9.1	8.8	8.0	5.8	8.0	7.9
	2018E	10.1	9.0	9.1	9.1	8.3	8.0	8.2	8.7
	2019E	9.9	9.0	9.0	8.9	8.1	7.8	8.1	8.6
EPS(원)	2016	5,459	1,866	5,851	4,495	2,071	1,539	1,702	918
	2017	7,920	2,237	6,153	6,881	2,681	1,237	1,787	1,191
	2018E	8,428	2,775	6,417	7,563	3,002	1,875	2,014	1,342
	2019E	8,715	2,910	6,729	7,984	3,076	2,033	2,177	1,377
BPS(원)	2016	77,815	30,279	65,605	75,971	32,055	20,811	21,773	14,663
	2017	85,302	30,249	69,210	80,654	35,175	21,654	23,088	15,895
	2018E	89,843	31,372	71,940	86,540	36,731	23,369	25,867	15,560
	2019E	96,845	33,493	76,988	92,533	38,947	24,858	27,599	16,832
PER(배)	2016	7.8	6.8	7.7	7.0	6.1	5.6	5.7	6.3
	2017	8.0	7.0	8.0	7.2	6.1	7.6	5.9	5.1
	2018E	6.6	5.7	7.2	5.8	5.4	5.7	5.3	4.6
	2019E	6.4	5.4	6.9	5.4	5.3	5.5	4.9	4.5
PBR(배)	2016	0.6	0.4	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	2017	0.7	0.5	0.7	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4
	2018E	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
	2019E	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4

Global Peer Valuation Table

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

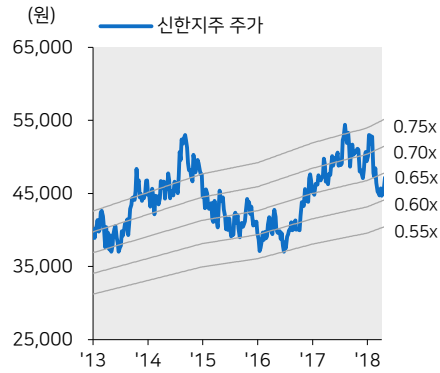
기준일 (2018.5.25)	시가총액 (조원,십억달러)	종가 (원, 달러)	1D (%)	1M (%)	3M (%)	YTD (%)	PER (배)		PBR (배)		ROE (%)	
							2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
KOSPI	1,587.5	2,461	-0.2	-1.3	1.5	-0.3	9.5	8.8	1.0	1.0	19.9	17.4
KRX Banks	84.8	878	-0.9	-4.7	-8.3	-6.3	6.2	5.9	0.5	0.5	9.0	8.8
KB금융	23.2	55,400	-1.1	-7.5	-13.4	-12.6	6.6	6.4	0.6	0.6	9.8	9.6
신한지주	22.0	46,350	-1.5	-1.8	-2.2	-6.2	6.8	6.5	0.6	0.6	9.5	9.3
하나금융지주	13.1	43,500	-1.1	-8.4	-11.5	-12.7	5.8	5.6	0.5	0.5	9.0	8.8
우리은행	10.7	15,800	-0.3	-1.3	-4.8	0.3	6.3	6.1	0.5	0.5	8.6	8.3
기업은행	9.1	16,200	-0.9	-3.3	-5.8	-1.5	6.2	5.9	0.5	0.5	8.5	8.4
BNK금융지주	3.3	10,250	-0.5	-0.5	-8.5	8.8	5.6	5.5	0.4	0.4	8.0	7.7
DGB금융지주	1.8	10,600	-0.5	-12.0	-14.5	0.5	5.1	4.8	0.4	0.4	8.7	8.6
JB금융지주	1.0	6,150	0.2	-1.0	-3.1	1.3	4.5	4.4	0.4	0.4	8.6	8.2
S&P 500	23,971.8	2,721	-0.2	2.1	0.7	1.8	17.1	15.6	3.1	2.9	18.5	19.3
S&P Banking	1,530.4	339	-0.4	1.1	-4.7	-0.5	12.3	11.0	1.4	1.3	11.1	11.8
JP MORGAN	376.8	111	-0.5	1.2	-3.7	3.5	12.3	11.3	1.6	1.5	13.4	13.8
BOA	305.8	30	-0.2	0.0	-5.7	2.2	11.9	10.4	1.2	1.1	10.4	11.2
Wells Fargo	267.5	55	0.4	5.6	-5.3	-9.5	12.2	10.7	1.4	1.4	12.0	12.8
CITI GROUP	174.5	68	-1.3	-0.3	-8.9	-8.0	10.6	9.3	0.9	0.9	8.7	9.6
Goldman Sachs	92.2	235	-0.5	-2.0	-10.6	-7.8	10.2	9.7	1.2	1.1	12.1	11.8
Euro Stoxx 50	3,422.8	3,515	-0.2	1.2	4.3	0.3	14.1	12.8	1.6	1.5	9.5	10.0
ESTX Banks	728.3	120	-1.9	-7.3	-9.8	-8.4	10.3	9.1	0.8	0.7	7.9	8.5
BNP Paribas	88.2	71	-1.1	-4.8	-7.4	-2.7	9.6	8.7	0.8	0.8	8.0	8.5
UBS Group	61.3	16	-0.3	-1.2	-9.2	-8.5	11.3	10.0	1.1	1.1	9.5	10.6
Deutsche Bank	25.0	12	-0.4	-8.2	-19.8	-34.6	20.6	10.5	0.3	0.3	1.4	3.1
NIKKEI 225	3,558.6	22,451	0.1	-0.1	2.6	-1.4	16.3	14.4	1.7	1.6	10.3	10.3
TOPIX BANKS	390.5	184	-0.8	-2.9	-2.5	-9.6	9.9	9.6	0.6	0.5	6.0	5.9
MUFG	88.0	6.3	-1.0	-5.6	-7.9	-16.2	9.2	9.5	0.6	0.5	6.7	6.0
SMFG	59.3	41.9	-1.0	0.7	-0.2	-5.8	8.9	9.1	0.6	0.6	7.6	6.9
MFG	45.0	1.8	-0.5	-2.2	-0.8	-5.1	8.9	9.3	0.5	0.5	6.6	5.9
SMTH	16.6	42.6	-0.5	0.3	9.2	4.2	11.5	10.8	0.7	0.7	6.4	6.5
CSI 300	4,452.5	3,816.5	-0.3	1.8	-4.9	-5.3	12.8	11.1	1.7	1.5	12.7	12.7
CSI 300 Banks	1,017.2	5,813.9	-0.3	-1.3	-8.5	-5.1	6.6	6.0	0.8	0.7	13.1	12.9
공상은행	317.3	0.9	0.2	-3.7	-13.3	-6.8	6.8	6.3	0.9	0.8	13.8	13.5
건설은행	258.5	1.1	0.0	-2.5	-12.3	-5.1	7.0	6.4	1.0	0.9	14.2	14.0
농업은행	183.4	0.6	0.5	-0.0	-7.8	-5.2	5.8	5.3	0.8	0.7	13.8	13.5
중국은행	170.2	0.6	0.3	0.0	-9.7	-3.8	6.3	5.8	0.7	0.7	11.8	11.9

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

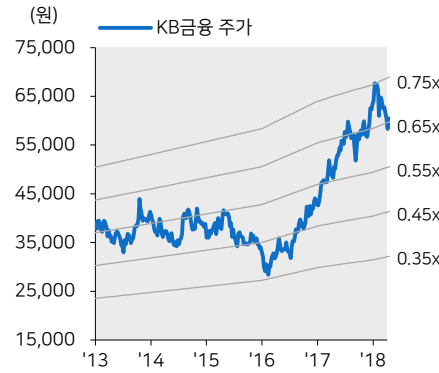
[Appendix] 커버리지 8개사 PBR Band

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

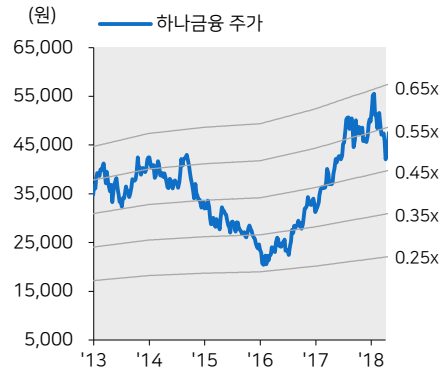
신한지주



KB금융



하나금융지주



우리은행



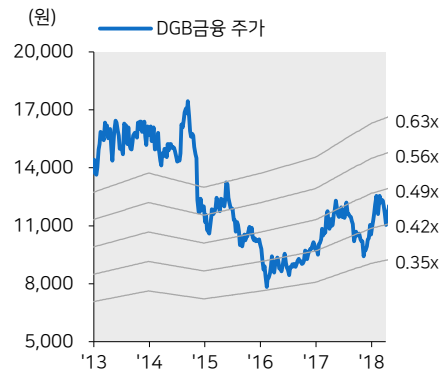
기업은행



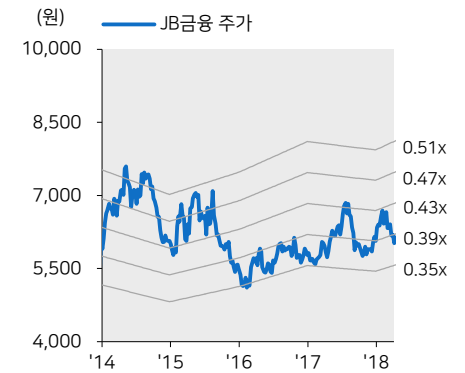
BNK금융지주



DGB금융지주



JB금융지주

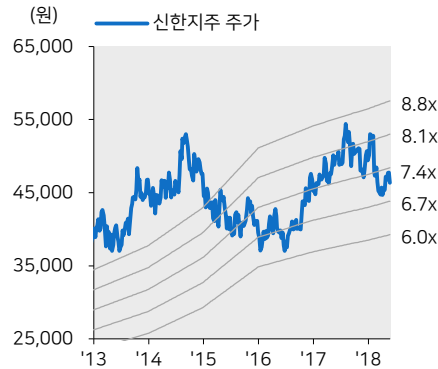


자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

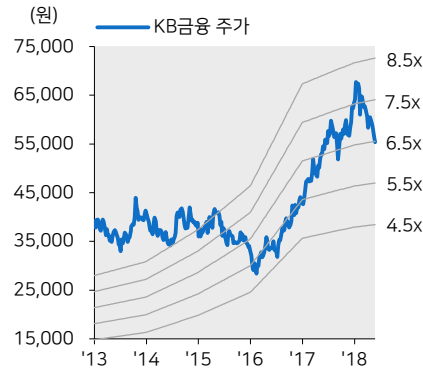
[Appendix] 커버리지 8개사 PER Band

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

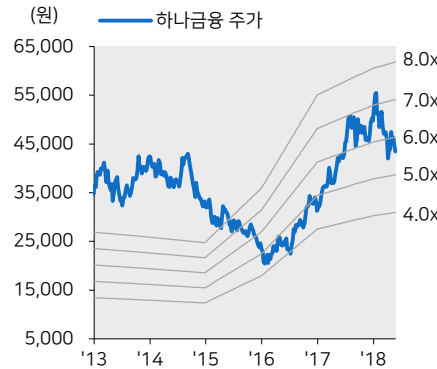
신한지주



KB금융



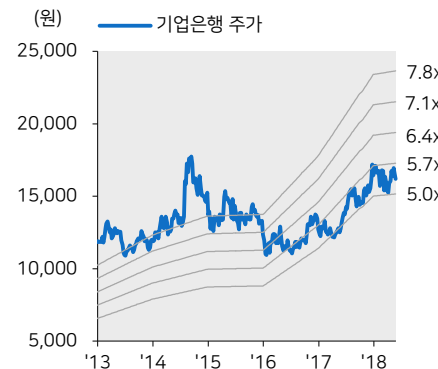
하나금융지주



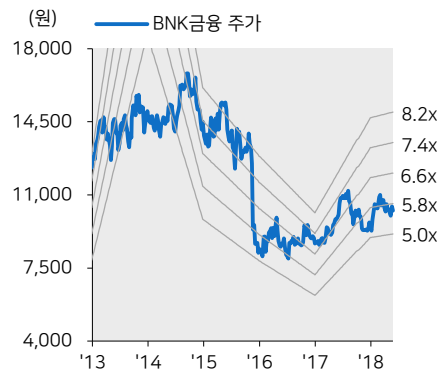
우리은행



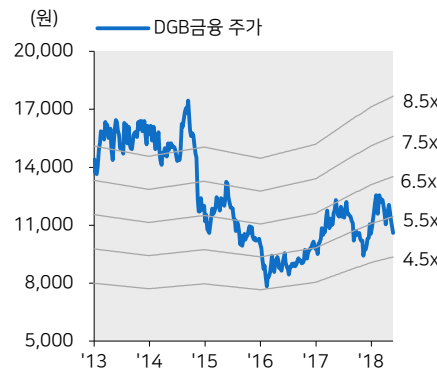
기업은행



BNK금융지주



DGB금융지주



JB금융지주

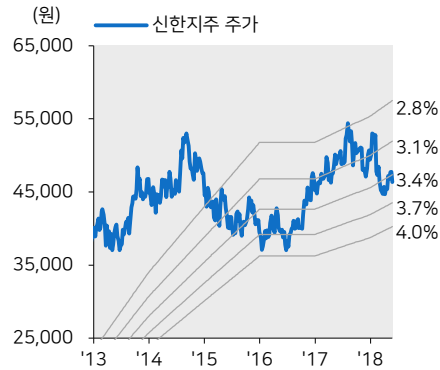


자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

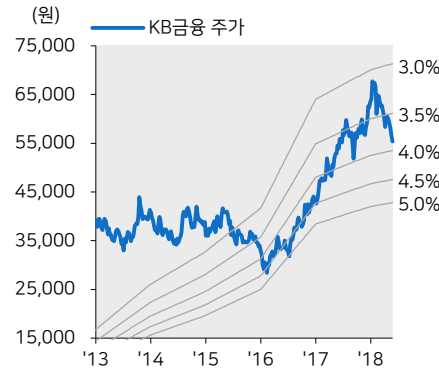
[Appendix] 커버리지 8개사 배당수익률 Band

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 5
은행_ Value Trap

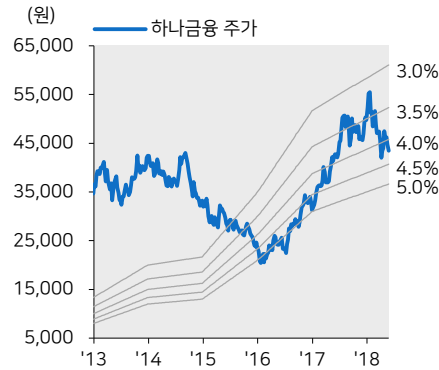
신한지주



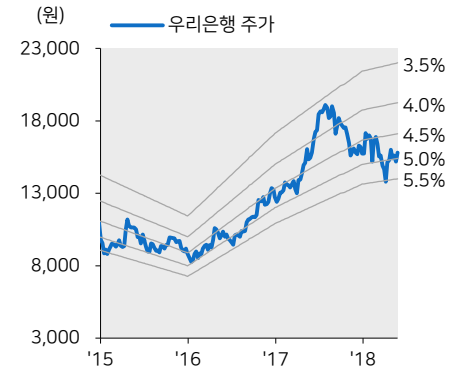
KB금융



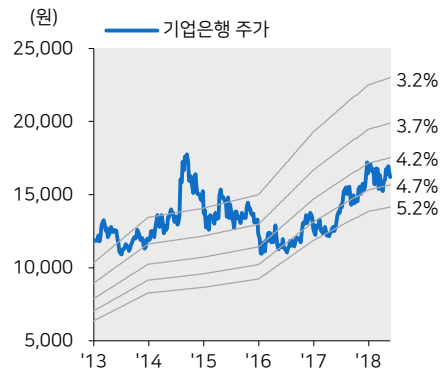
하나금융지주



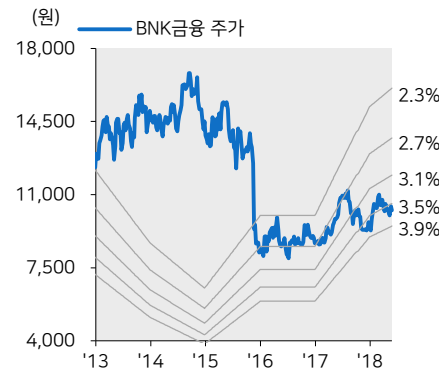
우리은행



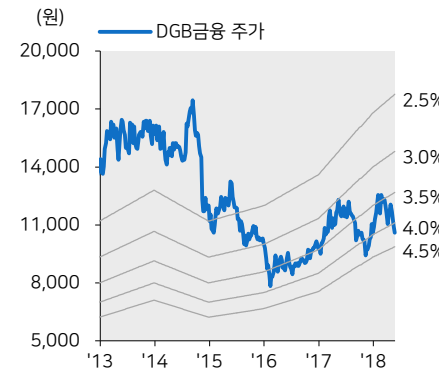
기업은행



BNK금융지주



DGB금융지주



JB금융지주



자료: Quantiwise, 메리츠증권리서치센터

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

5

은행

기업분석

종목	투자판단	적정주가
KB금융(105560)	Buy	70,000원
우리은행(000030)	Buy	20,000원

KB금융(105560) 가장 편안한 선택지

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

Buy

적정주가 (12개월) 70,000원

현재주가 (5.25) 55,400원

상승여력 26.4%

KOSPI 2,460.80pt

시가총액 231,634억원

발행주식수 41,811만주

유동주식비율 84.69%

외국인비중 69.74%

52주 최고/최저가 68,600원/51,100원

평균거래대금 563.8억원

주요주주(%)

국민연금 9.62%

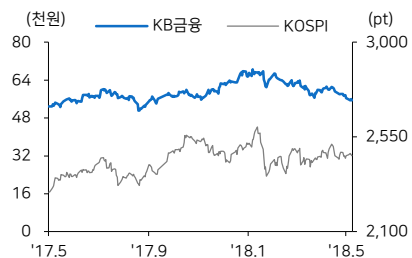
주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 -8.4 -8.9

6개월 -2.3 1.0

12개월 3.0 -2.0

주가그래프



과매도 국면에 진입한 주가

- 연초 이후 지배구조 리스크, 부동산 둔화 우려 등의 이유로 고점대비 19.2% 하락하며 과매도 국면 진입
- 1) 10%를 상회하는 ROE, 2) 업종 최고의 이익체력, 3) 자회사간 시너지 등의 투자 포인트는 여전히 유효
- 업황 개선에 대한 기대감이 낮아진 만큼 대표주에 투자하는 전략이 가장 편안한 선택

표방할 수 없는 압도적인 자본 경쟁력

- 압도적인 자본비율 보유로 1) 자사주 매입, 2) 적극적인 M&A 등 차별화 된 자본활용 행보 지속
- 신한지주, 하나금융지주와 달리 FY17 배당성향을 FY16 수준으로 유지할 수 있었던 것도 같은 이유
- 하반기 위험가중치가 높은 중기대출을 취급함에 있어 타행대비 유리한 위치 선점 가능

마진 전망에 대한 시장의 우려 해소 필요

- 지지부진한 마진 흐름 지속되며 연초 가이드언스로 제시했던 연간 4bp 개선 목표에 대한 의구심 증대
- 사측은 저수익성 자산 취급, 예대율 관리 및 금리 상승에 대비한 선제적 자금 조달 등의 영향으로 설명
- 고수익 자산 본격 확대, 예대율 하락에 따른 조달 부담 경감 등을 감안시 2분기 이후 마진 정상화 기대

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2016	7,445	2,216	1,677	2,144	5,459	24.2	77,815	7.8	0.6	7.2	0.6
2017	10,192	4,564	4,015	3,311	7,920	45.1	85,302	8.0	0.7	10.2	0.8
2018E	10,987	5,280	4,572	3,524	8,428	6.4	89,843	6.6	0.6	10.1	0.8
2019E	11,354	5,490	4,721	3,644	8,715	3.4	96,845	6.4	0.6	9.9	0.8

KB금융 (105560)

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E
현금 및 예치금	17,885	19,818	22,225	24,024
대출채권	265,486	290,123	304,268	317,345
금융자산	78,159	102,481	112,254	117,078
유형자산	3,627	4,202	4,296	4,481
기타자산	10,517	20,162	23,344	24,347
자산총계	375,674	436,786	466,386	487,275
예수부채	239,730	255,800	276,555	298,937
차입부채	26,251	28,821	27,410	23,121
사채	34,992	44,993	43,148	36,397
기타부채	43,439	73,127	83,668	90,440
부채총계	344,412	402,741	430,781	448,895
자본금	2,091	2,091	2,091	2,091
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	16,995	17,122	17,121	17,121
자본조정	-722	-756	-936	-936
기타포괄손익누계액	405	538	424	426
이익잉여금	12,229	15,044	16,899	19,671
비지배지분	263	6	6	7
자본총계	31,261	34,045	35,605	38,380

Key Financial Data I

(%)	2016	2017	2018E	2019E
주당지표 (원)				
EPS	5,459	7,920	8,428	8,715
BPS	77,815	85,302	89,843	96,845
DPS	1,250	1,920	2,100	2,200
Valuation (%)				
PER (배)	7.8	8.0	6.6	6.4
PBR (배)	0.6	0.7	0.6	0.6
배당수익률	2.9	3.0	3.8	4.0
배당성장	23.2	23.1	23.5	24.0
수익성 (%)				
NIM	2.3	2.4	2.4	2.4
ROE	7.2	10.2	10.1	9.9
ROA	0.6	0.8	0.8	0.8
Credit cost	0.2	0.2	0.2	0.2
효율성 (%)				
예대율	110.7	113.4	110.0	106.2
C/I Ratio	70.2	55.2	51.9	51.6

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E
순이자이익	6,403	8,247	8,815	9,176
이자수익	10,022	11,919	13,231	13,982
이자비용	3,619	3,673	4,416	4,806
순수수료이익	1,585	2,050	2,460	2,476
수수료수익	3,151	3,988	4,475	4,505
수수료비용	1,566	1,938	2,015	2,029
기타비이자이익	-542	-104	-288	-299
총영업이익	7,445	10,192	10,987	11,354
판관비	5,229	5,629	5,707	5,864
충전영업이익	2,216	4,564	5,280	5,490
충당금전입액	539	548	708	770
영업이익	1,677	4,015	4,572	4,721
영업외손익	952	123	297	306
세전이익	2,629	4,138	4,869	5,027
법인세비용	438	795	1,345	1,382
당기순이익	2,190	3,343	3,525	3,644
지배주주	2,144	3,311	3,524	3,644
비지배지분	46	32	1	1
	6,403	8,247	8,815	9,176

Key Financial Data II

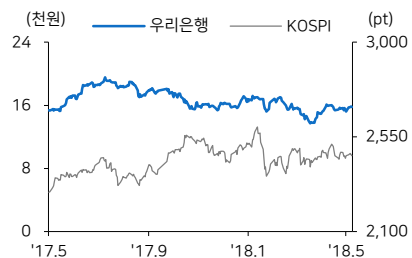
(%)	2016	2017	2018E	2019E
자본적정성				
BIS Ratio	15.3	15.2	15.7	16.0
Tier 1 Ratio	14.4	14.6	15.2	15.5
CET 1 Ratio	14.2	14.6	15.2	15.5
자산건전성				
NPL Ratio	0.9	0.7	0.7	0.7
Precautionary Ratio	2.1	1.6	1.6	1.6
NPL Coverage	200.3	234.7	230.0	229.8
성장성				
자산증가율	14.2	16.3	6.8	4.5
대출증가율	8.4	9.3	4.9	4.3
순이익증가율	26.2	54.5	6.4	3.4
Dupont Analysis				
순이자이익	1.7	1.9	1.9	1.9
비이자이익	0.3	0.4	0.5	0.4
판관비	-1.4	-1.3	-1.2	-1.2
대손상각비	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2

우리은행(000030) 가장 매력적인 선택지

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

Buy

적정주가 (12개월)	20,000원	
현재주가 (5.25)	15,800원	
상승여력	26.6%	
KOSPI	2,460.80pt	
시가총액	106,808억원	
발행주식수	67,600만주	
유동주식비율	76.04%	
외국인비중	26.10%	
52주 최고/최저가	19,550원/13,700원	
평균거래대금	292.9억원	
주요주주(%)		
예금보험공사	18.43%	
국민연금	9.29%	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-0.9	-1.4
6개월	-1.9	1.5
12개월	1.9	-2.9
주가그래프		



금융기관(과거) → 금융회사(현재) → 금융지주(미래)

- 지주사 전환 공식화 → 6월 예비인가 신청 후, 내년 초 지주사 출범을 목표로 관련 일정 진행 예정
- 은행업법(37조)상 제한 받고 있는 자회사 출자한도를 극복하고 비은행 포트폴리오 확대하기 위한 목적
- 마땅한 물건이 부재한 증권사보단 운용사, 부동산신탁사 등을 인수 후 자산관리시장 경쟁력 강화 예상
- 지배구조 향방이 先 지주사 전환, 後 예보 지분(18.43%) 매각으로 결정됨에 따라 연내 오버행 이슈 소멸

이익 모멘텀과 배당매력도 역시 업종 내 최고 수준

- '18년 예상 지배주주순이익과 ROE는 각각 1.9조원(+24.1% YoY), 9.0%로 추정
- 비교적 인식 가시성이 높은 STX엔진, 금호타이어 등 약 4천억 원 수준의 One-off 이익을 제외한 수치
- 민영화 이후 확연히 달라진 펀더멘털과 적극적인 주주친화정책 기조 → FY18E 배당수익률 4.7%

직관적 우려의 극복

- FY19E 컨센서스 기준 순이자이익 증가폭은 +4.4% YoY에 불과하나, 총당금 전입액 증가율은 +22.0% YoY
- 과거 경기 악화 Cycle에서 발생했던 대규모 부실에 대한 투자자들의 불편한 경험이 선제적으로 반영된 탓
- 높아진 이익 체력과 건전성을 고려시 향후 Earning revision과정에서 관련 우려는 점진적으로 해소될 전망

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2016	5,887	2,408	1,574	1,261	1,866	19.1	30,279	6.8	0.4	6.4	0.4
2017	6,473	2,942	2,157	1,512	2,237	19.9	30,249	7.0	0.5	7.4	0.5
2018E	6,710	3,339	2,624	1,876	2,775	24.1	31,372	5.7	0.5	9.0	0.6
2019E	7,025	3,530	2,747	1,967	2,910	4.8	33,493	5.4	0.5	9.0	0.6

우리은행 (000030)

Balance Sheet				
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E
현금 및 예치금	7,591	6,908	5,980	6,293
대출채권	258,393	267,106	280,587	293,685
금융자산	40,958	38,422	38,458	40,253
유형자산	2,458	2,478	2,478	2,593
기타자산	1,283	1,382	1,387	1,452
자산총계	310,683	316,295	328,890	344,277
예수부채	221,020	234,695	247,517	260,481
차입부채	18,770	14,785	10,931	10,769
사채	23,565	27,870	21,252	20,936
기타부채	26,781	18,381	27,860	29,319
부채총계	290,137	295,731	307,560	321,505
자본금	3,381	3,381	3,381	3,381
신종자본증권	3,575	3,018	3,018	3,018
자본잉여금	286	286	286	286
자본조정	-1,468	-1,939	-2,147	-2,147
기타포괄손익누계액	0	0	0	0
이익잉여금	14,612	15,620	16,584	18,012
비지배지분	160	199	208	222
자본총계	20,546	20,565	21,329	22,772
Key Financial Data I				
(%)	2016	2017	2018E	2019E
주당지표 (원)				
EPS	1,866	2,237	2,775	2,910
BPS	30,279	30,249	31,372	33,493
DPS	400	600	750	800
Valuation (%)				
PER (배)	6.8	7.0	5.7	5.4
PBR (배)	0.4	0.5	0.5	0.5
배당수익률	3.1	3.8	4.7	5.1
배당성장	21.4	26.7	27.0	27.5
수익성 (%)				
NIM	1.8	1.9	2.0	2.0
ROE	6.4	7.4	9.0	9.0
ROA	0.4	0.5	0.6	0.6
Credit cost	0.3	0.3	0.3	0.3
효율성 (%)				
예대율	116.9	113.8	113.4	112.7
C/I Ratio	59.1	54.5	50.2	49.7

Income Statement				
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E
순이자이익	5,020	5,221	5,632	5,918
이자수익	8,512	8,551	9,446	9,987
이자비용	3,493	3,330	3,814	4,069
순수수료이익	937	1,070	1,147	1,180
수수료수익	1,865	2,069	2,210	2,313
수수료비용	928	999	1,064	1,134
기타비이자이익	-70	182	-69	-72
총영업이익	5,887	6,473	6,710	7,025
판관비	3,478	3,531	3,371	3,495
총전영업이익	2,408	2,942	3,339	3,530
총당금전입액	834	785	716	784
영업이익	1,574	2,157	2,624	2,747
영업외손익	-21	-207	-48	-43
세전이익	1,553	1,950	2,576	2,704
법인세비용	276	419	681	717
당기순이익	1,278	1,530	1,895	1,987
지배주주	1,261	1,512	1,876	1,967
비지배지분	16	18	19	20
Key Financial Data II				
(%)	2016	2017	2018E	2019E
자본적정성				
BIS Ratio	15.3	15.4	16.1	16.5
Tier 1 Ratio	12.7	13.0	14.0	14.4
CET 1 Ratio	10.5	11.0	12.1	12.6
자산건전성				
NPL Ratio	1.0	0.8	0.8	0.8
Precautionary Ratio	1.8	1.6	1.6	1.6
NPL Coverage	152.8	167.6	149.2	149.7
성장성				
자산증가율	6.4	1.8	4.0	4.7
대출증가율	5.5	3.4	5.0	4.7
순이익증가율	19.1	19.9	24.1	4.8
Dupont Analysis				
순이자이익	1.6	1.7	1.7	1.7
비이자이익	0.3	0.4	0.3	0.3
판관비	-1.1	-1.1	-1.0	-1.0
대손상각비	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 5월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 28일 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 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	96.0%
중립	4.0%
매도	0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대
하여 공표한 최근일 투자등급의
비율

KB금융(105560) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.08.16	산업분석	Buy	50,000	이경완	-22.5	-16.6	
2016.10.21	기업브리프	Buy	50,000	이경완	-20.5	-12.2	
2016.11.21	산업분석	Buy	52,500	이경완	-18.6	-15.4	
2017.01.04	기업브리프	Buy	52,500	이경완	-18.3	-14.0	
2017.01.17	산업브리프	Buy	52,500	이경완	-16.2	-8.7	
2017.02.10	기업브리프	Buy	61,000	이경완	-20.0	-14.9	
2017.04.10	산업브리프	Buy	61,000	이경완	-20.2	-14.9	
2017.04.17	기업브리프	Buy	61,000	이경완	-20.0	-14.9	
2017.04.21	기업브리프	Buy	65,000	이경완	-19.0	-16.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	70,000	이경완	-20.6	-17.0	
2017.07.10	산업브리프	Buy	70,000	이경완	-20.0	-17.0	
2017.07.21	기업브리프	Buy	70,000	이경완	-19.0	-14.0	
2017.09.04	산업분석	Buy	70,000	이경완	-19.8	-14.0	
2017.10.10	산업분석	Buy	70,000	이경완	-19.5	-14.0	
2017.10.27	기업브리프	Buy	70,000	이경완	-19.2	-14.0	
2017.11.29	산업분석	Buy	76,000	이경완	-17.8	-10.9	
2018.01.16	산업분석	Buy	85,000	이경완	-22.2	-19.3	
2018.02.09	기업브리프	Buy	85,000	이경완	-25.5	-19.3	
2018.04.12	산업분석	Buy	75,000	이경완	-20.7	-20.0	
2018.04.20	기업브리프	Buy	75,000	이경완	-21.7	-18.3	
2018.05.28	산업분석	Buy	70,000	이경완	-	-	

우리은행(000030) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.08.16	산업분석	Buy	13,000	이경완	-14.1	-3.5	
2016.10.20	기업브리프	Buy	14,500	이경완	-13.9	-11.7	
2016.11.14	기업브리프	Buy	14,500	이경완	-14.5	-11.7	
2016.11.21	산업분석	Buy	15,000	이경완	-15.3	-11.0	
2017.01.17	산업브리프	Buy	15,000	이경완	-14.5	-9.3	
2017.02.09	기업브리프	Buy	17,000	이경완	-20.7	-18.2	
2017.04.10	산업브리프	Buy	17,000	이경완	-20.3	-17.1	
2017.04.20	기업브리프	Buy	18,000	이경완	-15.0	-9.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	19,000	이경완	-10.0	-1.8	
2017.07.10	산업브리프	Buy	21,500	이경완	-13.4	-12.1	
2017.07.21	기업브리프	Buy	21,500	이경완	-12.9	-9.1	
2017.09.04	산업분석	Buy	21,500	이경완	-14.7	-9.1	
2017.10.10	산업분석	Buy	21,500	이경완	-15.3	-9.1	
2017.10.27	기업브리프	Buy	21,500	이경완	-17.7	-9.1	
2017.11.29	산업분석	Buy	21,000	이경완	-23.3	-18.3	
2018.01.16	산업분석	Buy	21,000	이경완	-22.3	-18.1	
2018.02.09	기업브리프	Buy	21,000	이경완	-24.2	-18.1	
2018.04.12	산업분석	Buy	18,000	이경완	-16.5	-15.0	
2018.04.23	기업브리프	Buy	19,000	이경완	-17.5	-15.3	
2018.05.21	기업브리프	Buy	19,000	이경완	-17.3	-15.3	
2018.05.28	산업분석	Buy	20,000	이경완	-	-	

신한지주(055550) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	산업분석	Buy	64,000	은경완	-18.4	-16.6	
2018.02.08	기업브리프	Buy	62,000	은경완	-25.9	-20.0	
2018.04.12	산업분석	Buy	53,000	은경완	-14.0	-13.0	
2018.04.23	기업브리프	Buy	53,000	은경완	-11.4	-8.7	
2018.05.28	산업분석	Trading Buy	53,000	은경완	-	-	

하나금융지주(086790) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	산업분석	Buy	67,500	은경완	-21.9	-17.8	
2018.02.05	기업브리프	Buy	67,500	은경완	-27.8	-17.8	
2018.04.12	산업분석	Buy	60,000	은경완	-27.0	-25.0	
2018.04.23	기업브리프	Buy	60,000	은경완	-24.2	-20.2	
2018.05.28	산업분석	Buy	54,000	은경완	-	-	

기업은행(024110) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-9.3	-7.1	
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	18,000	은경완	-9.5	-4.4	
2018.01.16	산업분석	Trading Buy	19,000	은경완	-12.7	-10.0	
2018.02.12	기업브리프	Trading Buy	19,000	은경완	-14.5	-9.5	
2018.04.12	산업분석	Trading Buy	19,000	은경완	-14.6	-9.5	
2018.04.27	기업브리프	Trading Buy	19,000	은경완	-14.2	-9.5	
2018.05.28	산업분석	Trading Buy	19,000	은경완	-	-	

BNK금융지주(138930) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	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		은경완	-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	산업분석	Trading Buy	11,000	은경완	-11.0	-3.2	
2018.02.09	기업브리프	Trading Buy	11,000	은경완	-7.5	1.8	
2018.04.12	산업분석	Trading Buy	12,500	은경완	-16.7	-15.6	
2018.05.03	기업브리프	Trading Buy	12,500	은경완	-17.4	-15.6	
2018.05.28	산업분석	Trading Buy	12,000	은경완	-	-	

DGB금융지주(139130) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	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	기업브리프	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	산업분석	Trading Buy	12,500	은경완	-4.0	0.4	
2018.02.05	기업브리프	Trading Buy	14,000	은경완	-14.4	-6.1	
2018.04.12	산업분석	Trading Buy	14,000	은경완	-14.7	-6.1	
2018.04.30	기업브리프	Trading Buy	14,000	은경완	-15.8	-6.1	
2018.05.28	산업분석	Trading Buy	12,500	은경완	-	-	

JB금융지주(175330) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	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	산업분석	Trading Buy	7,000	은경완	-13.1	-2.0	
2018.02.12	기업브리프	Trading Buy	7,600	은경완	-17.0	-12.2	
2018.04.12	산업분석	Trading Buy	7,600	은경완	-17.6	-12.2	
2018.05.08	기업브리프	Trading Buy	7,600	은경완	-17.7	-12.2	
2018.05.28	산업분석	Trading Buy	7,300	은경완	-	-	