



## ▲ 은행/지주

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

## Neutral

## Top Picks

|              |        |         |
|--------------|--------|---------|
| 우리은행(000030) | Buy    | 21,000원 |
| 기업은행(105560) | Tr.Buy | 19,000원 |

# 은행

## 금리 상승의 신기루

- ✓ 은행업 Neutral 투자의견 유지
- ✓ 3Q18E Earnings 3.7조원(+13.7% YoY, -7.1% QoQ) 기록하며 시장기대치 부합
- ✓ 연내 1차례 기준금리 인상 시점까지 은행주의 상대적 강세는 지속
- ✓ 반면 금리 인상 이후 1) 주식의 선행성, 2) 가계부채, 3) 예대율 등의 부담 존재
- ✓ Downside risk가 낮은 종목에 주목 → 연말까지 우리은행, 기업은행 최선호주 추천

## 금리 상승에 대한 판단

기준금리 인상이 가시화되고 있다. 경기 판단에 대한 논란은 차치하고 여론과 정부가 금리 인상이 필요하다는 쪽으로 기울어진 만큼 연내 1차례 기준금리 인상을 고려한 투자전략이 합리적이다. 수익성과 밸류에이션 상향 조정이 가능한 은행주의 코스피 내 상대적 강세는 인상 시점까진 지속될 공산이 크다.

## 금리 상승 ⇨ 은행주 호재

문제는 인상 이후다. 3가지 측면이 불안하다. 우선 주식의 선행성이다. 향후 기준금리 방향성이 불확실한 경우 은행주는 선행에서 움직이는 경향이 강하다. 즉, 금리 인상이 단행되는 시점에 모멘텀 소멸로 되려 하락 반전할 수 있다. 가계부채 문제도 은행 마진 전망에는 부정적이다. 일각에서 주장하는 가계부채 부실 가능성에 대해서는 회의적이나, 정부 입장에선 금리 상승에 따른 가계이자 부담 증가분을 경감시키려는 노력을 펼칠 가능성이 크다. 최근 언론을 통해 언급된 코픽스 금리 산정에 요구불·수시입출식 예금을 포함시키려는 움직임이 대표적이다. 마지막으로 예대율 하락에 따른 마진 훼손이다. '19년 이후 가계대출 성장을 둔화는 자명하며, 은행권이 목매고 있는 중기대출 시장도 하강하고 있는 경기 여건을 감안시 높은 성장률을 담보하기 어렵다. 반면 예금의 경우 1) 부동산 시장으로의 자금 유입 제한, 2) 금융시장 불안으로 리스크 회피 성향 증가, 3) 기업 설비 투자 수요 감소 등을 이유로 지속적인 증가세를 예상한다.

## 은행업 Neutral 투자의견 유지

은행주 주가를 구성하는 P, Q, C, R에 대한 전망이 모두 부정적이다. 기준금리 인상에도 잃어버린 금리 결정권으로 정상적인 가격 전가가 쉽지 않고, 성장률의 경우 시스템성장률인 명목GDP성장률을 밀돌 가능성 있다. 안정된 수준에서 관리되고 있는 비용단도 추가적인 개선을 기대하긴 어렵다. 규제 역시 은행업황이 호황을 유지하는 이상 공공성과 책임성을 강조하는 현재의 스탠스가 지속될 것이다. 은행업종에 대한 Neutral 투자의견을 유지한다. 종목별로는 Upside risk가 아닌 Downside risk가 낮은 종목에 주목한다. 주식매수청구권 가격과 배당수익률이 주가의 하방을 강력히 지지하는 우리은행과, 기업은행을 연내 최선호주로 추천한다.

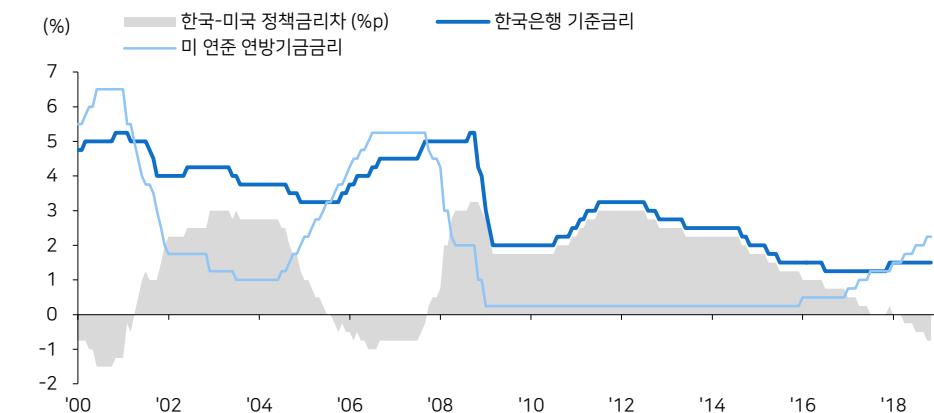
## 금리상승에 대한 판단

금리 급등으로 주식시장 조정국면  
은행주는 기준금리 인상  
기대감으로 반등에 성공

파월 연준 의장의 중립금리 초과 발언 등의 영향으로 잠잠하던 미국 금리가 급등하며 주식시장 조정의 벌미로 작용하는 중이다. 미국과 달리 국내의 경우 통화정책 정상화를 기대하기엔 요원한 환경이나 1) 미국과의 정책금리 역전 폭 추가 확대 부담, 2) 7~8월 금통위 소수의견 출현, 3) 주요 정부 인사들의 인상 옹호 발언 등으로 당위적인 기준금리 인상론이 재차 힘을 얻고 있다. 실제 국고 3년물 금리는 9월 20일 이후 줄곧 2%를 상회하며 4분기 기준금리 인상 가능성을 선반영하고 있으며, 은행주 역시 이날을 기점으로 반등에 성공했다.

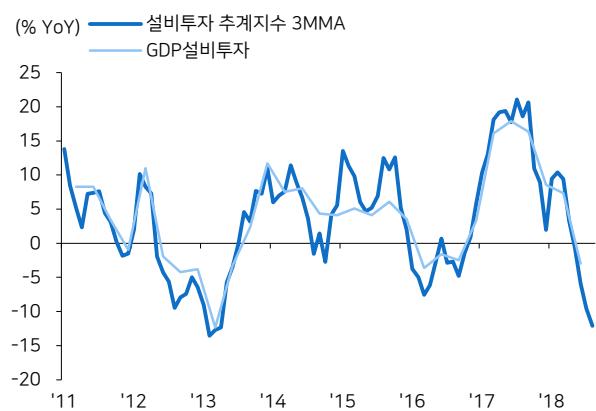
은행 투자자 입장에선 경기 판단에 대한 소모적인 논쟁 보다는 여론과 정부가 금리 인상이 필요하다는 쪽으로 의견을 모으고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 특히 한은 총재의 금융안정 필요성을 근거로 한 금리 인상 옹호 발언은 시사하는 바가 크다. 이는 실물 지표 회복이 전제되지 않더라도 대외금리차, 가계부채, 부동산 등을 벌미로 금리 인상이 가능하다는 것을 의미하기 때문이다.

그림1 한·미 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 설비투자 추계지수와 GDP설비투자



자료: 통계청, 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 종사자 지위별 취업자수 증감



자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

## 연내 1차례 기준금리 인상 확실시

주가 Catalyst가 부재한 가운데 발생한 금리 모멘텀은 연내 1차례 기준금리 인상 시점까지 지속될 전망이다. 금융안정만이 목적이라면 당장 이번 주 진행될 10월 금통위에서 인상해도 이상할 것이 없으나, 하향 조정될 수정경제전망까지 고려한다면 11월 가능성에 좀 더 무게가 실린다. 시점의 차이일 뿐, 연내 1차례 금리 인상 가능성은 열어두고 대응하는 것이 합리적인 전략이다.

금리 인상은 은행 수익성과 벤류에이션에 긍정적 영향을 미친다. 대출금리와 수신금리의 리프라이싱 주기 차이로 마진은 통상 2개 분기 동안 개선되며, 할인율 확대로 벤류에이션이 부담이 커지는 타업종과 달리 Risk premium 감소에 따른 벤류에이션 상승이 가능하다. 금리 상승의 수혜주로 은행주를 지목하는 시장의 직관적인 접근의 본질적 배경이다.

그림4 현 정부 출범 후 코스피 대비 은행주 상대강도



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 금리 상승 ≠ 은행주 호재

## 1. 주식의 선행성

문제는 주식의 선행성이다. 경험적으로 지금처럼 향후 기준금리 방향성이 불확실한 경우 주가는 선행해서 움직이는 경향이 강하다. 즉, 4분기 내 진행될 금리 인상을 마지막이라고 생각한다면 현재의 주가 상승은 금리 인상이 단행되는 시점에 모멘텀 소멸로 하락 반전할 가능성이 높다는 뜻이다.

## 2. 가계부채 문제

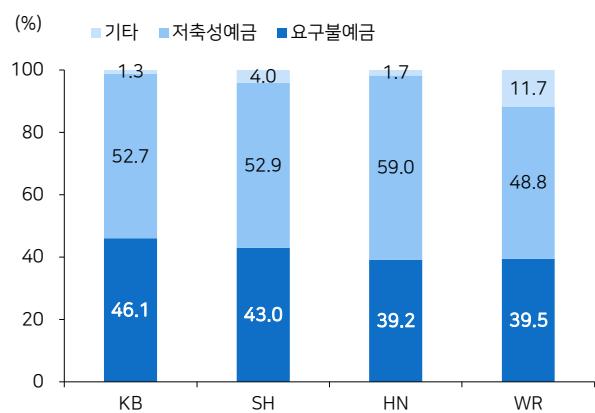
가계부채 문제도 은행 마진 전망에는 부정적이다. 일각에서 주장하는 가계부채 부실 가능성에 대해서는 회의적이나, 정부 입장에선 금리 상승에 따른 가계 이자 부담 증가분을 경감시키려는 노력은 필요해 보인다. 최근 언론을 통해 언급된 요구불·수시입출식 예금을 코픽스(COFIX, 자금조달비용지수) 금리 산정에 포함시켜 대출금리를 낮추려는 움직임이 대표적이다.

## 3. 예대율 하락

지난 달 발표된 9.13 주택시장 안정대책의 나비효과는 은행권 예대율 하락에 따른 마진 훼손이다. 우려보다 양호한 수준을 기록하고 있는 가계 및 SOHO 대출 성장률은 1) '18년 입주물량 Peak-out, 2) 기존 주택매매거래량 감소, 3) 레버리지 투자 수요 감소 등을 감안하면 '19년 이후 둔화될 것임이 명확하다. 모든 은행권이 목매고 있는 제조업 중심의 순수증기대출 성장도 1) 금융위기 수준으로 하락한 가동률, 2) 신규 투자 수요 감소 등을 고려할 때 은행간 일부 Cannibalization 되는 수준에 그칠 공산이 크다.

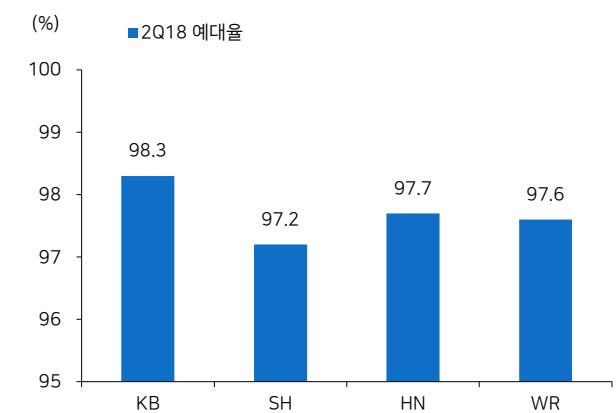
일부 지방은행들이 보여주고 있듯이 '19년 이후 은행의 자산 성장률은 시스템 성장률인 명목 GDP 성장률을 하회할 가능성이 커 보인다. 반면 예금의 경우 1) 가계 흑자액의 상당 부분을 흡수했던 부동산 시장으로의 자금 흐름 제한, 2) 금융 시장 불안으로 리스크 회피 성향 증가, 3) 기업 설비 투자 수요 감소 등을 이유로 지속 증가할 전망이다. 최근 은행들이 채권시장에서 은행채 발행을 통한 공급자에서 수요자로 전환된 것도 같은 맥락으로 해석 가능하다.

그림5 시중은행 수신 구성



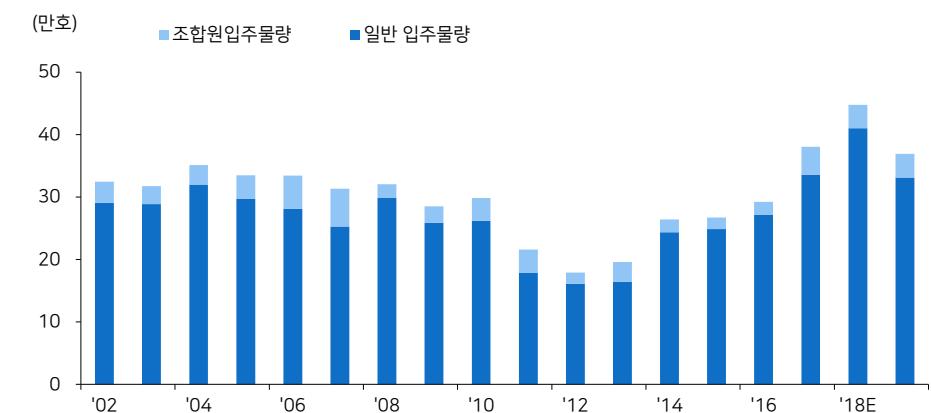
자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 시중은행 예대율 현황



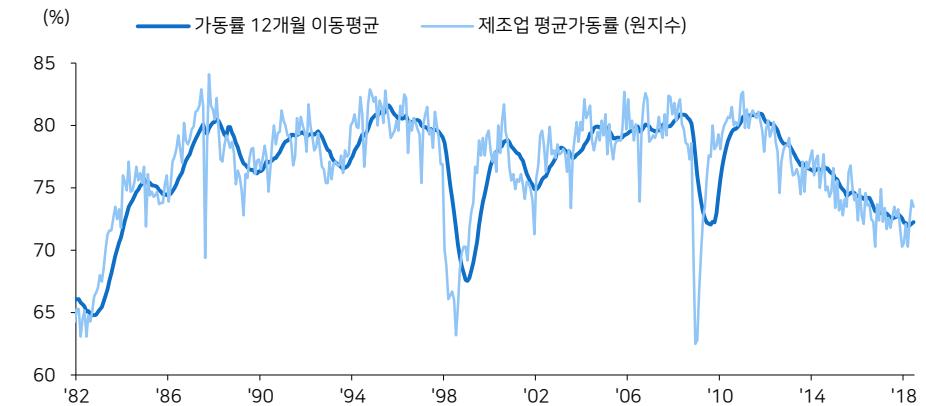
자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 2018년 입주 물량 Peak-out



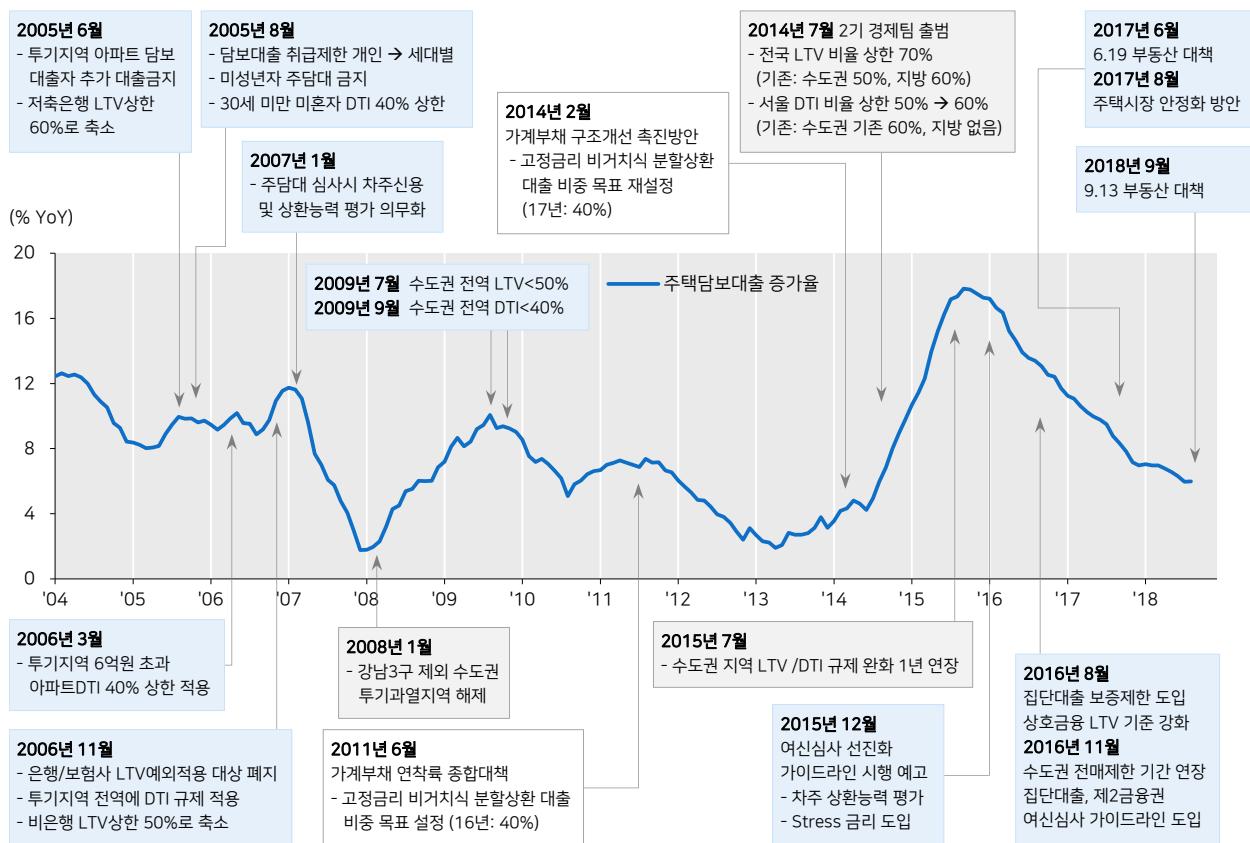
자료: REPS, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 금융위기 수준의 제조업 가동률



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림9 정부정책과 은행의 주택담보대출 증가율 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

### 3Q18 Earnings Preview

#### 컨센서스 부합하는 3Q18 실적

메리츠증권은 은행업 커버리지 기준 3Q18 지배주주순이익은 3.7조원(+13.7% YoY, -7.1% QoQ)을 기록하며 시장 기대치에 부합하는 무난한 실적이 예상된다. 주요 특징은 1) 소폭의 마진 하락, 2) 2%에 육박하는 견조한 대출 성장, 3) 주식 시장 조정 및 금리 상승 등의 영향으로 비이자이익 부진, 4) 대규모 일회성 요인이 부재한 비용 부분 등으로 요약된다. 과거대비 서프라이즈 강도는 약해져 있으나, 대형주 내 이익 안정성은 여전히 최고 수준이다.

표1 Coverage 3Q18E 지배주주순이익

| (십억원)    | 3Q18E   | 3Q17    | (% YoY) | 2Q18    | (% QoQ) | 컨센서스    | (% diff) |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| KB금융     | 924.0   | 897.5   | 2.9     | 946.8   | -2.4    | 939.1   | -1.6     |
| 신한지주     | 880.5   | 817.3   | 7.7     | 938.0   | -6.1    | 867.4   | 1.5      |
| 하나금융     | 590.2   | 510.0   | 15.7    | 635.3   | -7.1    | 610.3   | -3.3     |
| 우리은행     | 538.1   | 280.1   | 92.1    | 716.1   | -24.9   | 581.6   | -7.5     |
| 기업은행     | 440.5   | 449.7   | -2.1    | 421.6   | 4.5     | 473.8   | -7.0     |
| BNK금융    | 164.3   | 155.6   | 5.6     | 150.3   | 9.3     | 163.1   | 0.7      |
| DGB금융    | 96.7    | 90.2    | 7.1     | 106.4   | -9.2    | 97.8    | -1.2     |
| JB금융     | 71.5    | 59.6    | 20.0    | 74.1    | -3.5    | 67.2    | 6.4      |
| Coverage | 3,705.7 | 3,260.1 | 13.7    | 3,988.7 | -7.1    | 3,800.3 | -2.5     |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 Coverage 3Q18E 상세 실적

| (십억원)   | KB금융    | 신한지주    | 하나금융    | 우리은행    | 기업은행    | BNK금융 | DGB금융 | JB금융  | Coverage |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|----------|
| 순이자이익   | 2,266.9 | 2,170.4 | 1,427.5 | 1,424.5 | 1,435.9 | 590.0 | 352.4 | 319.7 | 9,987.4  |
| 이자수익    | 3,473.8 | 3,432.6 | 2,628.7 | 2,418.8 | 2,305.5 | 912.1 | 514.8 | 491.6 | 16,178.0 |
| 이자비용    | 1,206.9 | 1,262.2 | 1,201.1 | 994.3   | 869.6   | 322.1 | 162.4 | 171.9 | 6,190.5  |
| 순수수료이익  | 512.6   | 464.3   | 494.2   | 279.2   | 101.5   | 49.8  | 20.3  | 4.0   | 1,926.0  |
| 수수료수익   | 982.6   | 1,089.6 | 737.1   | 569.9   | 211.8   | 85.8  | 39.4  | 30.9  | 3,747.0  |
| 수수료비용   | 470.0   | 625.3   | 242.9   | 290.6   | 110.3   | 36.0  | 19.1  | 26.8  | 1,821.0  |
| 기타비이자이익 | -83.4   | -92.2   | -57.7   | -25.6   | -46.1   | -22.4 | -34.7 | -4.5  | -366.5   |
| 총영업이익   | 2,696.1 | 2,542.4 | 1,864.1 | 1,678.2 | 1,491.3 | 617.5 | 338.1 | 319.2 | 11,546.9 |
| 판관비     | 1,323.0 | 1,127.6 | 1,018.5 | 783.7   | 545.8   | 281.5 | 162.2 | 151.5 | 5,393.9  |
| 총전영업이익  | 1,373.1 | 1,414.8 | 845.6   | 894.5   | 945.5   | 335.9 | 175.9 | 167.7 | 6,153.0  |
| 총당금전입액  | 131.9   | 197.1   | 56.6    | 134.5   | 328.1   | 98.5  | 42.6  | 41.5  | 1,030.8  |
| 영업이익    | 1,241.1 | 1,217.7 | 789.0   | 760.0   | 617.4   | 237.4 | 133.3 | 126.2 | 5,122.2  |
| 영업외손익   | 33.4    | 10.3    | 37.4    | -11.9   | -6.1    | -3.8  | 1.1   | 0.6   | 60.9     |
| 세전이익    | 1,274.5 | 1,228.0 | 826.4   | 748.0   | 611.2   | 233.6 | 134.4 | 126.8 | 5,183.0  |
| 법인세비용   | 350.5   | 337.7   | 227.3   | 205.7   | 168.1   | 61.9  | 33.3  | 29.8  | 1,414.3  |
| 당기순이익   | 924.0   | 890.3   | 599.1   | 542.3   | 443.1   | 171.7 | 101.1 | 97.0  | 3,768.7  |
| 지배주주    | 924.0   | 880.5   | 590.2   | 538.1   | 440.5   | 164.3 | 96.7  | 71.5  | 3,705.7  |
| 비지배지분   | 0.0     | 9.8     | 9.0     | 4.2     | 2.7     | 7.4   | 4.4   | 25.5  | 63.0     |

자료: 메리츠증권 리서치센터

## KB 금융(105560)

(Buy, TP 69,000 원)

3Q18 지배순이익 9,240 억원  
+2.9% YoY, -2.4% QoQ

## 플러스 알파가 필요

KB금융의 3Q18 예상 지배순이익을 시장기대치에 부합하는 9,240억원(+2.9% YoY, -2.4% QoQ)으로 추정한다. 지난 2개 분기 연속으로 부진했던 NIM은 Flat 수준에서 방어된 것으로 파악되며, 원화대출성장률의 경우 상장은행 중 가장 큰 폭인 3% 내외의 성장이 예상된다. 모뉴엘 관련 충당금 약 300억원이 환입될 예정이나, 금호타이어 관련 충당금 환입은 4분기로 이연 될 가능성성이 높다.

현재 주식시장 분위기에서 업종 내 최고의 수익성, 이익체력, 자본비율 등에 근거한 벨류에이션 콜이 주가 트리거로 작용하긴 어렵다. 추가적인 상승을 위해서는 시장에서 기대하고 있는 차별화 된 주주환원정책 시행 등이 필요하단 뜻이다. 연내 자사주 매입 가능성에 주목한다.

표3 KB금융 3Q18 Earnings Preview

| (십억원)   | 3Q18E   | 3Q17    | (% YoY) | 3Q17    | (% QoQ) | 컨센서스  | (% diff) |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|----------|
| 순이자이익   | 2,266.9 | 2,163.6 | 4.8     | 2,196.4 | 3.2     |       |          |
| 총영업이익   | 2,696.1 | 2,644.6 | 1.9     | 2,792.8 | -3.5    |       |          |
| 판관비     | 1,323.0 | 1,307.0 | 1.2     | 1,352.0 | -2.1    |       |          |
| 총전이익    | 1,373.1 | 1,337.6 | 2.7     | 1,440.8 | -4.7    |       |          |
| 충당금전입액  | 131.9   | 172.2   | -23.4   | 116.8   | 13.0    |       |          |
| 지배주주순이익 | 924.0   | 897.5   | 2.9     | 946.8   | -2.4    | 939.1 | -1.6     |

자료: KB금융, 메리츠종금증권 리서치센터

## 신한지주(055550)

(Tr.Buy, TP 53,000 원)

3Q18 지배순이익 8,805 억원  
+7.7% YoY, -6.1% QoQ

## 지배구조 리스크 부각

1) 마진 1bp 하락, 2) 1% 중후반의 대출성장, 3) 비이자 부진, 4) 금호타이어 관련 300억원 내외의 충당금 환입 등 전반적으로 무난한 실적이다. 문제는 최근 불거진 최고경영자 관련 지배구조 리스크다. 타행 사례를 참고시 극단적인 상황까지 치닫지는 않을 것으로 예상되나 투자심리 위축은 불가피하며, 오렌지라이프 인수 작업도 차질을 빚을 수 밖에 없다. 보수적 투자의견을 유지한다.

표4 신한지주 3Q18 Earnings Preview

| (십억원)   | 3Q18E   | 3Q17    | (% YoY) | 3Q17    | (% QoQ) | 컨센서스  | (% diff) |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|----------|
| 순이자이익   | 2,170.4 | 1,986.8 | 9.2     | 2,121.9 | 2.3     |       |          |
| 총영업이익   | 2,542.4 | 2,328.1 | 9.2     | 2,634.2 | -3.5    |       |          |
| 판관비     | 1,127.6 | 1,080.6 | 4.4     | 1,126.4 | 0.1     |       |          |
| 총전이익    | 1,414.8 | 1,247.5 | 13.4    | 1,507.8 | -6.2    |       |          |
| 충당금전입액  | 197.1   | 208.1   | -5.3    | 173.8   | 13.4    |       |          |
| 지배주주순이익 | 880.5   | 817.3   | 7.7     | 938.0   | -6.1    | 867.4 | 1.5      |

자료: 신한지주, 메리츠종금증권 리서치센터

## 하나금융지주(086790)

(Buy, TP 54,000 원)

3Q18 지배순이익 5,902 억원

+15.7% YoY, -7.1% QoQ

## Valuation gap play 유효

금리가 오른다는 가정하에 시중은행 중 가장 빠른 주가 상승이 가능하다. 비은행 부문이 취약하다는 단점보단 은행 이익 레버리지 효과가 크다는 장점이 부각 되기 때문이다. 또한 우리은행과의 밸류에이션이 역전되어 있다는 점에서 가격에 대한 부담도 덜하다. 반면 3분기 실적은 희망 퇴직비용, 창립 보로금 등을 포함한 일회성 판관비 약 1,300억원 지출로 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 예상된다.

표5 하나금융지주 3Q18 Earnings Preview

| (십억원)   | 3Q18E   | 3Q17    | (% YoY) | 3Q17    | (% QoQ) | 컨센서스  | (% diff) |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|----------|
| 순이자이익   | 1,427.5 | 1,301.7 | 9.7     | 1,402.4 | 1.8     |       |          |
| 총영업이익   | 1,864.1 | 1,801.2 | 3.5     | 1,869.1 | -0.3    |       |          |
| 판관비     | 1,018.5 | 992.6   | 2.6     | 917.4   | 11.0    |       |          |
| 총전이익    | 845.6   | 808.6   | 4.6     | 951.7   | -11.2   |       |          |
| 총당금전입액  | 56.6    | 127.4   | -55.6   | 34.7    | 63.0    |       |          |
| 지배주주순이익 | 590.2   | 510.0   | 15.7    | 635.3   | -7.1    | 610.3 | -3.3     |

자료: 하나금융지주, 메리츠종금증권 리서치센터

## 우리은행(000030)

(Buy, TP 21,000 원)

3Q18 지배순이익 5,381 억원

+92.1% YoY, -24.9% QoQ

## 연말까지 가장 편안한 은행주

올해 연말까지 Upside risk보다는 Downside risk가 가장 적은 종목이다. 지주사 전환을 위한 주식매수청권(16,079원) 가격이 주가 하방을 강력하게 지지해주기 때문이다. 만약 주식매수청구권 신청 규모가 예상보다 커질 경우 자본에 대한 부담이 가중될 수 있기에, 올해 대규모 일회성 이익을 바탕으로 한 연말 내 자사주 매입 또는 희망퇴직 실시 등의 주가 부양책도 기대 가능하다.

지주사 전환 이후가 걱정이다. 내년 초 지주사 전환 이후 현재의 내부등급법이 아닌 표준등급법으로 바뀔 경우 자본비율 하락으로 비은행 부문 M&A 기대감이 약화될 수 있다. 회계적 이슈에 불과하나 투자 심리 훼손은 불가피 할 것이다. 그러나 현재로선 지주사 전환의 실익을 고민하기 보다 과정에서의 편안함을 누리는 전략이 유효하다.

표6 우리은행 3Q18 Earnings Preview

| (십억원)   | 3Q18E   | 3Q17    | (% YoY) | 3Q17    | (% QoQ) | 컨센서스  | (% diff) |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|----------|
| 순이자이익   | 1,424.5 | 1,351.6 | 5.4     | 1,397.3 | 1.9     |       |          |
| 총영업이익   | 1,678.2 | 1,643.6 | 2.1     | 1,663.4 | 0.9     |       |          |
| 판관비     | 783.7   | 1,108.6 | -29.3   | 827.7   | -5.3    |       |          |
| 총전이익    | 894.5   | 534.9   | 67.2    | 835.7   | 7.0     |       |          |
| 총당금전입액  | 134.5   | 217.3   | -38.1   | -150.7  | -189.3  |       |          |
| 지배주주순이익 | 538.1   | 280.1   | 92.1    | 716.1   | -24.9   | 581.6 | -7.5     |

자료: 우리은행, 메리츠종금증권 리서치센터

## 기업은행(024110)

(Tr.Buy, TP 19,000 원)

3Q18 지배순이익 4,405 억원

-2.1% YoY, +4.5% QoQ

## 배당수익률 고려시 바닥권 주가

(Tr.Buy, TP 19,000 원)

투자자들의 직관적인 생각과 달리 기업은행의 연말 종가 기준 배당수익률은 지난 5년 동안 4%를 상회한 적이 없다. 반면 현 주가 기준 '18년 예상 배당수익률은 5%에 육박한다. 연말 배당락까지 배당수익률에 기댄 Capital gain이 가능하단 의미다. 3분기 실적 역시 1) NIM Flat, 2) Loan growth 1.8%, 3) 50bp 대의 대손 비용률 등을 기록하며 시장 기대치를 충족 시킬 것이다. 연말까지 은행주 내에서도 방어주 역할이 가능하다. 다만 내년 이후 시중은행의 중기대출 시장에서의 M/S 확보 노력이 본격화 될 것이라는 점에서 '19년 전망은 밝지 않다.

표7 기업은행 3Q18 Earnings Preview

| (십억원)   | 3Q18E   | 3Q17    | (% YoY) | 3Q17    | (% QoQ) | 컨센서스  | (% diff) |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|----------|
| 순이자이익   | 1,435.9 | 1,352.7 | 6.2     | 1,401.3 | 2.5     |       |          |
| 총영업이익   | 1,491.3 | 1,454.5 | 2.5     | 1,565.7 | -4.8    |       |          |
| 판관비     | 545.8   | 527.8   | 3.4     | 623.6   | -12.5   |       |          |
| 총전이익    | 945.5   | 926.7   | 2.0     | 942.1   | 0.4     |       |          |
| 총당금전입액  | 328.1   | 338.6   | -3.1    | 351.9   | -6.8    |       |          |
| 지배주주순이익 | 440.5   | 449.7   | -2.1    | 421.6   | 4.5     | 473.8 | -7.0     |

자료: 기업은행, 메리츠증권 리서치센터

## BNK 금융지주(138930)

(Tr.Buy, TP 11,000 원)

## 건전성 회복을 무색케 하는 마진 급락

3Q18 지배순이익 1,643 억원

+5.6% YoY, +9.3% QoQ

건전성에 대한 걱정은 덜어도 되는 분기 실적이다. 매 분기 발생하던 대규모 충당금 전입 요인 부재로 NPL ratio, Credit cost 등 자산 건전성 지표는 큰 폭으로 개선이 가능해 보인다. 문제는 마진이다. +2% QoQ 내외의 우량 대출자산 확보 과정에서 7~8bp 이상의 NIM 하락이 예상된다. 건전성에 대한 시장의 우려가 완전 해소되지 못한 상황에서 발생한 마진 급락은 투자 심리 회복 시점을 내년 이후로 이연 시킬 요인이다. Trading buy rating을 유지한다.

표8 BNK금융지주 3Q18 Earnings Preview

| (십억원)   | 3Q18E | 3Q17  | (% YoY) | 3Q17  | (% QoQ) | 컨센서스  | (% diff) |
|---------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|----------|
| 순이자이익   | 590.0 | 580.0 | 1.7     | 586.9 | 0.5     |       |          |
| 총영업이익   | 617.5 | 600.0 | 2.9     | 625.1 | -1.2    |       |          |
| 판관비     | 281.5 | 254.5 | 10.6    | 293.7 | -4.1    |       |          |
| 총전이익    | 335.9 | 345.5 | -2.8    | 331.4 | 1.4     |       |          |
| 총당금전입액  | 98.5  | 126.3 | -22.0   | 109.9 | -10.4   |       |          |
| 지배주주순이익 | 164.3 | 155.6 | 5.6     | 150.3 | 9.3     | 163.1 | 0.7      |

자료: BNK금융지주, 메리츠증권 리서치센터

## DGB 금융지주(139130)

(Tr.Buy, TP 12,000 원)

3Q18 지배순이익 967 억원

+7.1% YoY, -9.2% QoQ

## 성장률 회복 시급

지난 9월, 금융당국의 승인으로 하이투자증권 인수가 확정됐다. Deal closing이 예상되는 4분기 이후 하이투자증권 실적이 연결로 계상되며, 1,400억 원 수준의 염가 매수차익도 4분기에 인식될 예정이다. 인수에 따른 시너지 효과는 지켜봐야겠으나, 대규모 일회성 이익에 기반한 구조조정 및 선제적 충당금 적립 가능성은 등은 단기 추가에 긍정적인 부분이다.

지난 분기 실적 개선의 동인으로 작용한 건전성의 경우 안정된 수준을 유지하고 있다. 그러나 여전히 부진한 자산 성장률은 부담이다. 3분기 자산 성장률은 1% 수준에 머문 것으로 파악된다. YTD기준 +2%에 못 미치는 수치다. 9월말 이후 급등한 금리와 연내 1차례 기준금리 인상 실시 가능성 등을 감안하면 4분기 마진은 큰 폭으로 개선되겠으나, 성장률 회복이 뒷받침되지 않는 이상 의미 있는 Top line 성장은 기대하기 요원하다.

표9 DGB금융지주 3Q18 Earnings Preview

| (십억원)   | 3Q18E | 3Q17  | (% YoY) | 3Q17  | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff) |
|---------|-------|-------|---------|-------|---------|------|----------|
| 순이자이익   | 352.4 | 327.8 | 7.5     | 347.9 | 1.3     |      |          |
| 총영업이익   | 338.1 | 320.8 | 5.4     | 327.3 | 3.3     |      |          |
| 판관비     | 162.2 | 159.2 | 1.9     | 168.0 | -3.5    |      |          |
| 총전이익    | 175.9 | 161.6 | 8.9     | 159.3 | 10.5    |      |          |
| 충당금전입액  | 42.6  | 41.6  | 2.4     | 13.7  | 211.1   |      |          |
| 지배주주순이익 | 96.7  | 90.2  | 7.1     | 106.4 | -9.2    | 97.8 | -1.2     |

자료: DGB금융지주, 메리츠증권 리서치센터

## JB 금융지주(139130)

(Tr.Buy, TP 7,000 원)

3Q18 지배순이익 715 억원

+20.0% YoY, -3.5% QoQ

광주은행 완전자회사 편입 작업이 순조롭게 마무리되었다. 반대매수청구권 행사 규모가 미미하여 자사주 발생에 따른 자본비율 하락 우려는 해소되었으며, 4분기 이후 광주은행의 실적이 100% 반영될 예정이다. 집단대출 만기 도래로 성장률의 경우 Flat 수준이나, 반대급부로 마진은 4~5bp 상승할 전망이다. 호실적에 기댄 비정상적인 밸류에이션 할인율 축소를 기대한다.

표10 JB금융지주 3Q18 Earnings Preview

| (십억원)   | 3Q18E | 3Q17  | (% YoY) | 3Q17  | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff) |
|---------|-------|-------|---------|-------|---------|------|----------|
| 순이자이익   | 319.7 | 295.7 | 8.1     | 310.4 | 3.0     |      |          |
| 총영업이익   | 319.2 | 285.3 | 11.9    | 312.2 | 2.2     |      |          |
| 판관비     | 151.5 | 146.9 | 3.2     | 143.5 | 5.6     |      |          |
| 총전이익    | 167.7 | 138.5 | 21.1    | 168.7 | -0.6    |      |          |
| 충당금전입액  | 41.5  | 30.3  | 36.9    | 39.1  | 6.2     |      |          |
| 지배주주순이익 | 71.5  | 59.6  | 20.0    | 74.1  | -3.5    | 67.2 | 6.4      |

자료: JB금융지주, 메리츠증권 리서치센터

### 은행업종 Neutral 투자의견 유지

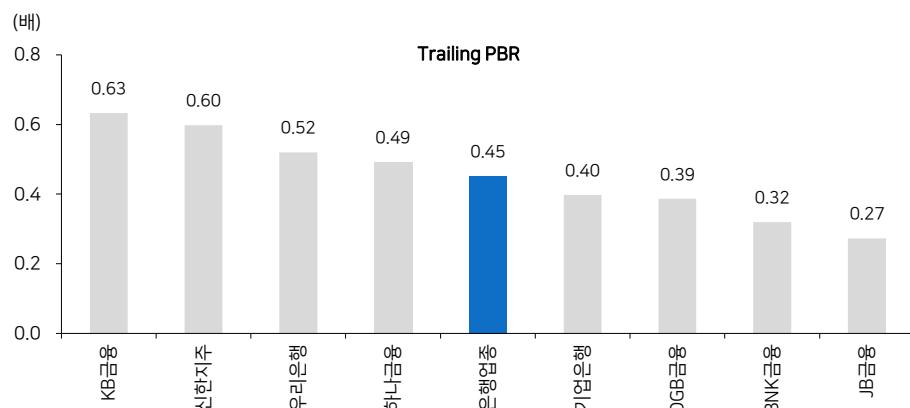
P, Q, C, R 전망 모두 부정적

은행 주가를 구성하는 요인은 크게 P(마진), Q(성장), C(대손비용 및 판관비), R(규제) 4가지다. 전술하였듯이 마진의 경우 기준금리 인상에도 잊어버린 금리 결정권으로 정상적인 가격 전가가 쉽지 않고, 성장률의 경우 둔화될 것이 자명하다. 안정된 수준에서 관리되고 있는 대손비용과 판관비도 추가적인 개선을 기대하기 어렵다. 규제 역시 은행업황이 호황을 유지하는 이상 공공성과 책임성을 강조하는 현재의 스탠스가 지속될 가능성이 크다.

Top picks: 우리은행, 기업은행

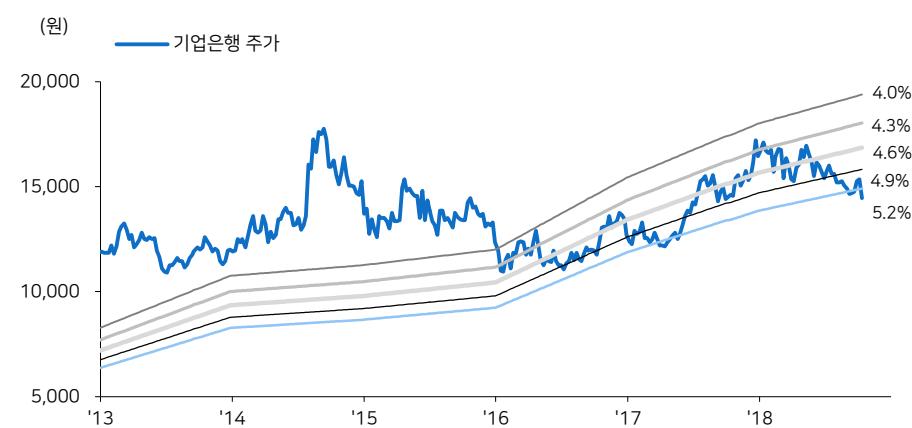
은행업종에 대한 Neutral 투자의견을 유지한다. 연말까지 업종 최선후주로 우리은행과 기업은행을 추천한다. 두 종목 모두 Upside risk가 아닌 Downside risk가 제한적인 종목이다. 불확실성이 점증하고 있는 주식시장에서 주식매수청구권 가격과 배당수익률이 주가 하방을 지지해 줄 것으로 전망한다.

그림10 성장은행 Valuation



자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림11 기업은행 배당수익률 Band



자료: 기업은행, 메리츠종금증권 리서치센터

표11 은행업 Coverage Valuation Table

|               |       | Top Picks |           | 시중은행      |           |           | 지방은행      |           |           |
|---------------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|               |       | 우리은행      | 기업은행      | KB금융      | 신한지주      | 하나금융지주    | BNK금융지주   | DGB금융지주   | JB금융지주    |
| Code No.      |       | 000030 KS | 024110 KS | 105560 KS | 055550 KS | 086790 KS | 138930 KS | 139130 KS | 175330 KS |
| 투자의견          |       | Buy       | Tr.Buy    | Buy       | Tr.Buy    | Buy       | Tr.Buy    | Tr.Buy    | Tr.Buy    |
| 적정주가(원)       |       | 21,000    | 19,000    | 69,000    | 53,000    | 54,000    | 11,000    | 12,000    | 7,000     |
| 현재가(10/12, 원) |       | 16,150    | 14,450    | 52,400    | 43,250    | 42,600    | 8,120     | 10,400    | 5,750     |
| 상승여력(%)       |       | 30.0      | 31.5      | 31.7      | 22.5      | 26.8      | 35.5      | 15.4      | 21.7      |
| 지배순이익(십억원)    | 2016  | 1,261     | 1,158     | 2,144     | 2,775     | 1,330     | 502       | 288       | 143       |
|               | 2017  | 1,512     | 1,501     | 3,311     | 2,918     | 2,037     | 403       | 302       | 185       |
|               | 2018E | 2,069     | 1,689     | 3,449     | 3,235     | 2,309     | 566       | 336       | 234       |
|               | 2019E | 1,964     | 1,771     | 3,602     | 3,346     | 2,371     | 584       | 347       | 248       |
| 자본총계(십억원)     | 2016  | 20,546    | 18,047    | 31,261    | 31,745    | 23,390    | 7,087     | 3,972     | 2,964     |
|               | 2017  | 20,565    | 19,802    | 34,045    | 33,703    | 24,828    | 7,656     | 4,196     | 3,086     |
|               | 2018E | 21,490    | 20,637    | 35,468    | 35,049    | 26,762    | 8,393     | 4,759     | 3,356     |
|               | 2019E | 22,923    | 21,907    | 38,177    | 37,608    | 28,599    | 8,853     | 5,033     | 3,641     |
| ROE(%)        | 2016  | 6.4       | 6.6       | 7.2       | 9.0       | 6.0       | 7.9       | 8.0       | 6.5       |
|               | 2017  | 7.4       | 8.0       | 10.2      | 9.1       | 8.8       | 5.8       | 8.0       | 7.9       |
|               | 2018E | 9.9       | 8.4       | 9.9       | 9.6       | 9.2       | 7.7       | 8.1       | 9.2       |
|               | 2019E | 8.9       | 8.4       | 9.8       | 9.4       | 8.8       | 7.5       | 7.7       | 9.0       |
| EPS(원)        | 2016  | 1,866     | 2,071     | 5,459     | 5,851     | 4,495     | 1,539     | 1,702     | 918       |
|               | 2017  | 2,237     | 2,681     | 7,920     | 6,153     | 6,881     | 1,237     | 1,787     | 1,191     |
|               | 2018E | 3,061     | 3,015     | 8,249     | 6,821     | 7,690     | 1,792     | 1,986     | 1,506     |
|               | 2019E | 2,905     | 3,162     | 8,615     | 7,055     | 7,895     | 1,963     | 2,053     | 1,597     |
| BPS(원)        | 2016  | 30,279    | 32,055    | 77,815    | 65,605    | 75,971    | 20,811    | 21,773    | 14,663    |
|               | 2017  | 30,249    | 35,175    | 85,302    | 69,210    | 80,654    | 21,654    | 23,088    | 15,895    |
|               | 2018E | 31,605    | 36,659    | 89,497    | 72,470    | 86,829    | 23,280    | 25,823    | 17,360    |
|               | 2019E | 33,712    | 38,915    | 96,332    | 77,761    | 92,789    | 24,691    | 27,445    | 18,833    |
| PER(배)        | 2016  | 6.8       | 6.1       | 7.8       | 7.7       | 7.0       | 5.6       | 5.7       | 6.3       |
|               | 2017  | 7.0       | 6.1       | 8.0       | 8.0       | 7.2       | 7.6       | 5.9       | 5.1       |
|               | 2018E | 5.3       | 4.8       | 6.4       | 6.3       | 5.5       | 4.9       | 5.1       | 3.8       |
|               | 2019E | 5.6       | 4.6       | 6.1       | 6.1       | 5.4       | 4.8       | 4.9       | 3.6       |
| PBR(배)        | 2016  | 0.4       | 0.4       | 0.6       | 0.7       | 0.4       | 0.4       | 0.4       | 0.4       |
|               | 2017  | 0.5       | 0.5       | 0.7       | 0.7       | 0.6       | 0.4       | 0.5       | 0.4       |
|               | 2018E | 0.5       | 0.4       | 0.6       | 0.6       | 0.5       | 0.4       | 0.4       | 0.3       |
|               | 2019E | 0.5       | 0.4       | 0.5       | 0.6       | 0.5       | 0.3       | 0.4       | 0.3       |

자료: 메리츠증권 리서치센터

### Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유기증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:은경완)

동 자료는 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<br>직전 1개월간<br>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<br>시장지수대비 3등급          | Overweight (비중확대)                                |                                       |  |
|                              | Neutral (중립)                                     |                                       |  |
|                              | Underweight (비중축소)                               |                                       |  |

### 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율    |
|------|-------|
| 매수   | 96.3% |
| 중립   | 3.8%  |
| 매도   | 0.0%  |

2018년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

### KB 금융 (105560) 투자등급변경 내용

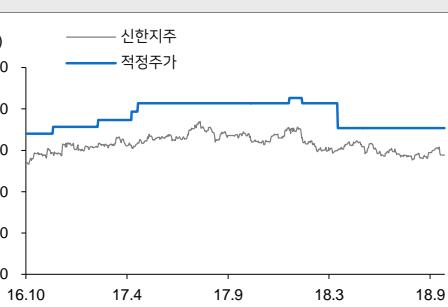
\* 적정가격 대상시점: 1년

| 추천<br>확정일자 | 자료<br>형식 | 투자의견 | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 괴리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|----------|------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |          |      |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 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 | 산업분석     | Buy  | 85,000      | 은경완 | -22.2   | -19.3  |                |
| 2018.02.09 | 기업브리프    | Buy  | 85,000      | 은경완 | -25.5   | -19.3  |                |
| 2018.04.12 | 산업분석     | Buy  | 75,000      | 은경완 | -20.7   | -20.0  |                |
| 2018.04.20 | 기업브리프    | Buy  | 75,000      | 은경완 | -21.7   | -18.3  |                |
| 2018.05.28 | 산업분석     | Buy  | 70,000      | 은경완 | -22.6   | -18.0  |                |
| 2018.07.10 | 산업분석     | Buy  | 69,000      | 은경완 | -21.3   | -19.7  |                |
| 2018.07.20 | 기업브리프    | Buy  | 69,000      | 은경완 | -23.6   | -18.6  |                |
| 2018.10.15 | 산업브리프    | Buy  | 69,000      | 은경완 | -       | -      |                |

## 신한지주 (055550) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

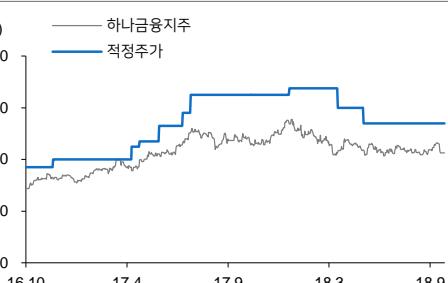
| 추천         | 자료    | 투자의견        | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |       |             |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2016.10.21 | 기업브리프 | 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 | -13.4   | -8.7   |                |
| 2018.07.10 | 산업분석  | Trading Buy | 53,000      | 은경완 | -13.7   | -8.7   |                |
| 2018.07.25 | 기업브리프 | Trading Buy | 53,000      | 은경완 | -15.2   | -8.7   |                |
| 2018.09.06 | 기업브리프 | Trading Buy | 53,000      | 은경완 | -15.6   | -8.7   |                |
| 2018.10.15 | 산업브리프 | Trading Buy | 53,000      | 은경완 | -       | -      |                |



## 하나금융지주 (086790) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

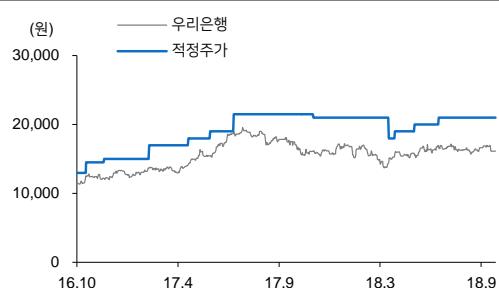
| 추천         | 자료    | 투자의견 | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |       |      |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2016.10.24 | 기업브리프 | Buy  | 37,000      | 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 | -19.3   | -14.4  |                |
| 2018.07.10 | 산업분석  | Buy  | 54,000      | 은경완 | -19.5   | -14.4  |                |
| 2018.07.23 | 기업브리프 | Buy  | 54,000      | 은경완 | -19.3   | -14.1  |                |
| 2018.10.15 | 산업브리프 | Buy  | 54,000      | 은경완 | -       | -      |                |



## 우리은행 (000030) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

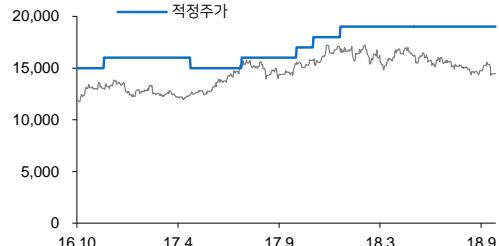
| 추천         | 자료    | 투자의견 | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |       |      |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2016.10.20 | 기업브리프 | Buy  | 14,500      | 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 | 산업분석  | Buy  | 21,000      | 은경완 | -22.3   | -18.1  |                |
| 2018.02.09 | 기업브리프 | Buy  | 21,000      | 은경완 | -24.2   | -18.1  |                |
| 2018.04.12 | 산업분석  | Buy  | 18,000      | 은경완 | -16.5   | -15.0  |                |
| 2018.04.23 | 기업브리프 | Buy  | 19,000      | 은경완 | -17.5   | -15.3  |                |
| 2018.05.21 | 기업브리프 | Buy  | 19,000      | 은경완 | -17.3   | -15.3  |                |
| 2018.05.28 | 산업분석  | Buy  | 20,000      | 은경완 | -18.8   | -14.5  |                |
| 2018.07.10 | 산업분석  | Buy  | 21,000      | 은경완 | -21.1   | -19.3  |                |
| 2018.07.23 | 기업브리프 | Buy  | 21,000      | 은경완 | -21.5   | -18.3  |                |
| 2018.10.15 | 산업브리프 | Buy  | 21,000      | 은경완 | -       | -      |                |



## 기업은행 (024110) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

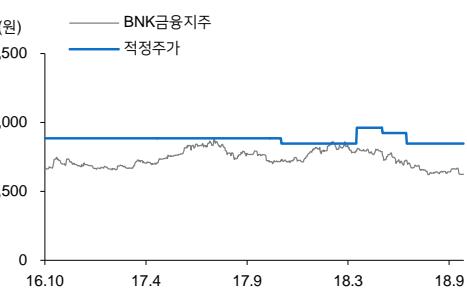
| 추천         | 자료    | 투자의견        | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |       |             |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2016.10.31 | 기업브리프 | 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 | -14.8   | -9.5   |                |
| 2018.07.10 | 산업분석  | Trading Buy | 19,000      | 은경완 | -15.1   | -9.5   |                |
| 2018.07.27 | 기업브리프 | Trading Buy | 19,000      | 은경완 | -16.7   | -9.5   |                |
| 2018.10.15 | 산업브리프 | Trading Buy | 19,000      | 은경완 | -       | -      |                |



## BNK 금융지주 (138930) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

| 추천         | 자료    | 투자의견        | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |       |             |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 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 | 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 | -20.6   | -15.4  |                |
| 2018.07.10 | 산업분석  | Trading Buy | 11,000      | 은경완 | -18.5   | -14.2  |                |
| 2018.08.01 | 기업브리프 | Trading Buy | 11,000      | 은경완 | -22.4   | -14.2  |                |
| 2018.10.15 | 산업브리프 | Trading Buy | 11,000      | 은경완 | -       | -      |                |



## DGB 금융지주 (139130) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

| 추천         | 자료    | 투자의견        | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |       |             |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 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 | 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 | -16.8   | -11.2  |                |
| 2018.07.10 | 산업분석  | Trading Buy | 12,000      | 은경완 | -18.8   | -15.4  |                |
| 2018.08.01 | 기업브리프 | Trading Buy | 12,000      | 은경완 | -16.7   | -12.9  |                |
| 2018.09.13 | 기업브리프 | Trading Buy | 12,000      | 은경완 | -16.2   | -12.1  |                |
| 2018.10.15 | 산업브리프 | Trading Buy | 12,000      | 은경완 | -       | -      |                |



## JB 금융지주 (175330) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

| 추천         | 자료    | 투자의견        | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |       |             |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 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 | -19.7   | -14.1  |                |
| 2018.07.10 | 산업분석  | Trading Buy | 7,000       | 은경완 | -17.5   | -13.6  |                |
| 2018.07.16 | 기업브리프 | Trading Buy | 7,000       | 은경완 | -15.4   | -13.1  |                |
| 2018.08.02 | 기업브리프 | Trading Buy | 7,000       | 은경완 | -13.8   | -10.1  |                |
| 2018.10.15 | 산업브리프 | Trading Buy | 7,000       | 은경완 | -       | -      |                |

