

2019. 1. 15



▲ 은행/지주

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

Neutral

Top Picks

하나금융지주(086790)	Buy	50,000원
JB금융지주(175330)	Buy	7,500원

은행

언제가 바닥일까?

- ✓ 은행업 Neutral 투자 의견 유지
- ✓ PBR 0.4배 하회하며 Bottom fishing 타이밍에 대한 관심 점증
- ✓ 실적, 자본력 등 밸류에이션 지표에 근거한 주가 바닥 잡기는 쉽지 않은 상황
- ✓ 상대적·정성적 관점에서 은행주를 팔아야 할 이유가 사라지는 시점에 주목
- ✓ 은행간 밸류에이션이 정상화 + 1분기 호실적 부각 → 2월말~3월초 주가바닥 예상

은행주 주가에 대한 판단

장단기금리차는 트럼프 대통령 당선 전 수준까지 축소됐고, 주가 역시 고점 대비 20% 이상 하락했다. 은행주가 힘을 내긴 어려운 여건이나 Trailing PBR 0.4배를 하회하고 있는 지금 적어도 '은행주가 싸다'라는 공감대는 형성될 수 있는 주가 레벨이다. Value Trap에 갇힌 은행주로부터 얻을게 많지 않더라도 낙폭 과대에 따른 Bottom fishing 타이밍에 대한 투자자들의 관심은 점증될 수 밖에 없다는 뜻이다. 어디가 주가의 바닥인지 아니면 언제가 주가의 바닥일지에 대한 판단이 필요하다.

어디가 바닥일까?

어디가 바닥일지에 대한 해답은 주로 밸류에이션과 연결된다. 실적과 자본력이 대표적이다. 실적에선 크게 기대할 것이 없다. 당장의 4분기 실적은 대규모 비용 집행으로 부진하며, 실적 괴리율의 핵심인 대손비용의 추가 하락 가능성도 제한적이기 때문이다. 이익안정성에 근거한 '밸류에이션 몇 배 → 주가바닥 → 저점매수'와 같은 빈약한 논리를 들이대기엔 '18년 주가 하락이 설명되지 않는다. 높은 자본력 역시 점진적인 배당성향 제고 노력 등이 수반될 때 의미가 있다. 시중은행 중 가장 먼저 발표될 하나금융지주의 배당정책이 그 어느 때보다 중요하다.

언제가 바닥일까?

밸류에이션 콜이 작동되지 않는 상황에서 절대적, 정량적 지표에 기대 주가의 바닥을 찾기란 쉽지 않다. 오히려 현재의 주가 하락에 심리적 요인이 크게 작용했다는 점에서 상대적, 정성적 지표에 좀 더 집중할 필요가 있다. 부정적인 매크로 전망에 대한 투자자들의 역치가 높아지고 있는 만큼 Bottom up 관점에서 팔아야 할 이유가 해소되는 시점이 주가의 저점일 가능성이 크다. 이번 주 수요일 신한지주의 오렌지라이프 인수 여부가 결정되며, 2월 13일 우리은행이 우리금융지주로 변경 상장 될 예정이다. 우선 신한지주의 성공적인 인수를 가정시 대표주 밸류에이션 상승, 불확실성 해소 등 비교적 업종 전반적으로 긍정적인 영향이 기대된다. 반면 우리금융지주는 상장과 함께 하나금융지주와의 Valuation gap 축소 과정에서의 주가 하락을 피하기 어려워 보인다. 우리금융지주와 하나금융지주의 밸류에이션이 정상화되고 '19년 1분기 호실적이 부각될 수 있는 2월말~3월초를 은행주 단기 바닥으로 감히 예상해 본다.

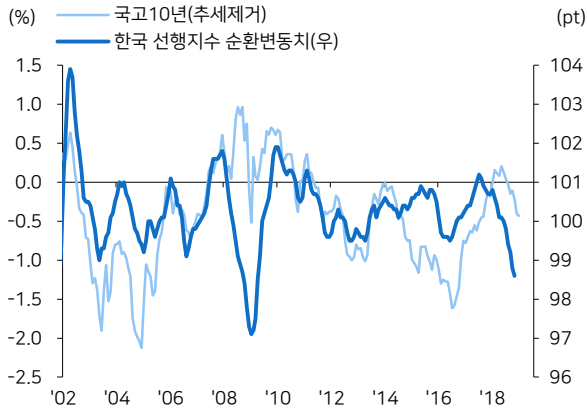
은행주 주가에 대한 판단

확증편향에 사로잡힌 은행주

금리 인상 2개월 만에 금리 인하론이 대두될 만큼 경기 비관론이 시장을 지배하고 있다. 내수 침체가 이어지는 가운데 한국 경제를 지지했던 수출 마저 반도체 업황 부진 등의 이유로 흔들리고 있기 때문이다. 연일 하락하고 있는 주가가 보여주듯 국내 경기 여건을 대변하는 은행주는 '18년에 이어 '19년에도 재미없는 주식이다.

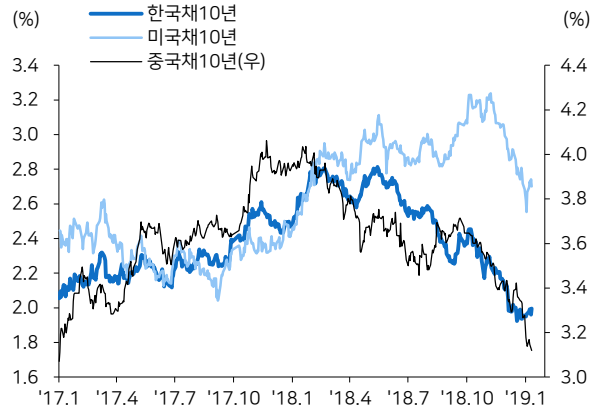
사실 돌아해보면 '18년 은행주 하락은 펀더멘털 보단 심리적 요인이 더 크게 작용했다. 장단기금리차 축소에 따른 경기 침체 우려, '18년 ROE 정점 통과 가능성, 규제 리스크 지속 등이 대표적이며 당사 역시 이들을 근거로 '18년 상반기 이후 은행주에 대한 보수적인 시각을 제시했다. 비록 상기 요인들이 기우에 그칠지라도 '매크로 둔화 = 은행주 하락'이라는 투자자들의 확증편향적인 인식 체계를 주가가 견뎌내기 힘들 것으로 봤다.

그림1 경기선행지수와 국고 10년물



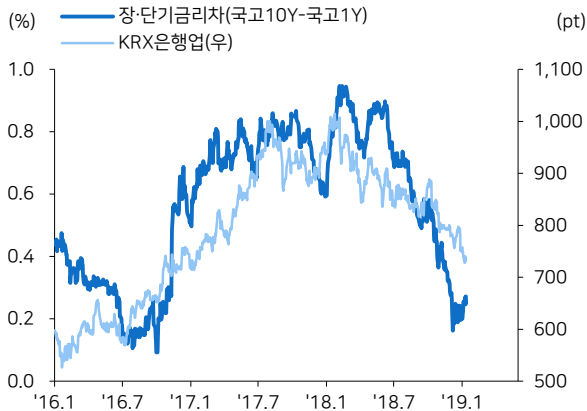
자료: 금융투자협회, 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 국내 금리는 미국이 아닌 중국과 동행



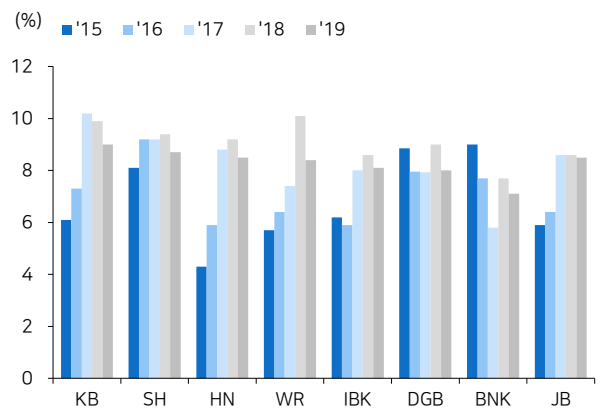
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 장단기금리차와 은행주



자료: 금투협, KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 상장은행 ROE 추이 및 전망



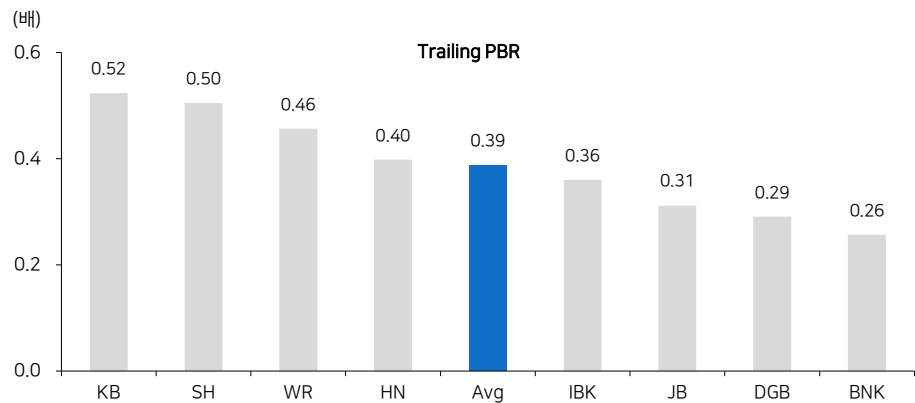
자료: 각사, Fnguide, 메리츠증권증권 리서치센터

Bottom fishing 시점에 대한 고민

이젠 상황이 조금 달라졌다. 장단기금리차는 트럼프 대통령 당선 전 수준까지 축소됐고, 명목 주가 역시 고점 대비 20% 이상 하락했다. 업종 평균 Trailing PBR은 0.4배를 하회하고 있는 지금 적어도 '은행주는 싸다'라는 공감대 정도는 형성될 수 있는 주가 레벨이다. 비록 Value Trap에 갇힌 은행주로부터 얻을 것이 많지 않더라도, 낙폭 과대에 따른 Bottom fishing 타이밍에 대한 투자자들의 관심은 점증될 수 있단 뜻이다.

그렇다면 앞으로 시장의 고민은 간단하다. 어디가 주가의 바닥인지 아니면 언제가 주가의 바닥일지 판단하기만 하면 된다. 전자는 절대적, 정량적 접근이고 후자는 상대적, 정성적 접근이다.

그림5 상장은행 Valuation



자료: 각사, KRX, 메리츠증권리서치센터

어디가 바닥일까?

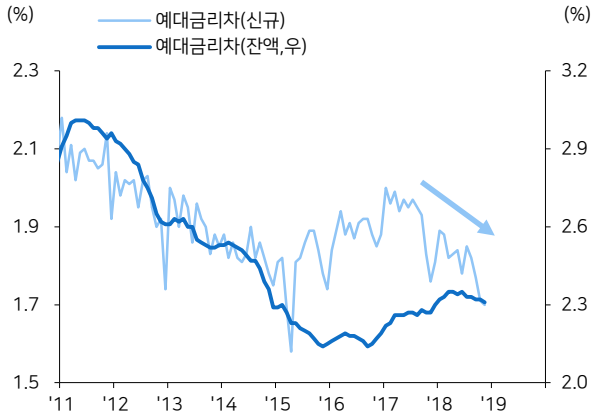
실적 ≠ 주가

장기적으로 주가는 실적에 수렴하기 마련이다. 그러나 단기적으로는 주가와 회사가 가지고 있는 내재가치가 탈 동조화되는 경우가 많다. 실제 한국 주식시장에는 실적이 좋아도 주가가 안 오르는 종목이 수도무다하다. 안타깝게도 은행주가 그렇다.

여기서 다시 한 번 생각해봐야 할 부분은 '실적이 좋다'라는 말의 정의다. 절대적 이익 규모도 규모지만 주가적인 측면에선 시장의 기대치를 상회했는지 여부가 더 중요하다. 그리고 기대치를 상회한 요인이 단순 일회성 이익이 아닌 지속 가능한 이익일 경우에만 주가는 호실적에 반응한다.

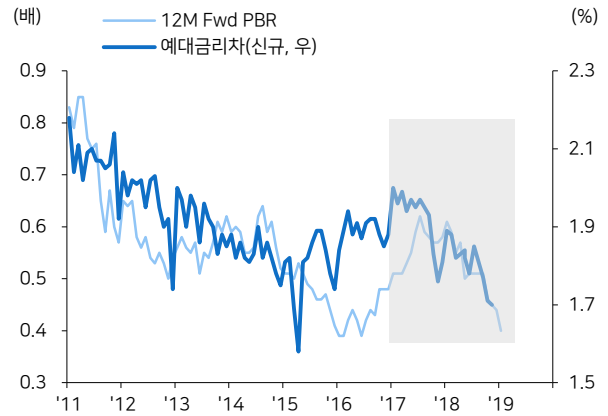
은행 실적을 구성하는 요인은 크게 마진(P), 성장(Q), 대손비용(C) 3가지다. 마진과 성장률 전망에 대한 논의는 차치하고 이 둘의 경우 매달 발표되는 각종 시장 데이터로 충분히 트레이킹이 가능한 수치다. 은행주 밸류에이션이 신규 기준 예대금리차와 높은 상관관계를 보이는 것도 같은 이유다.

그림6 신규 및 잔액 기준 예대금리차 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 은행주 밸류에이션과 신규기준 예대금리차 추이



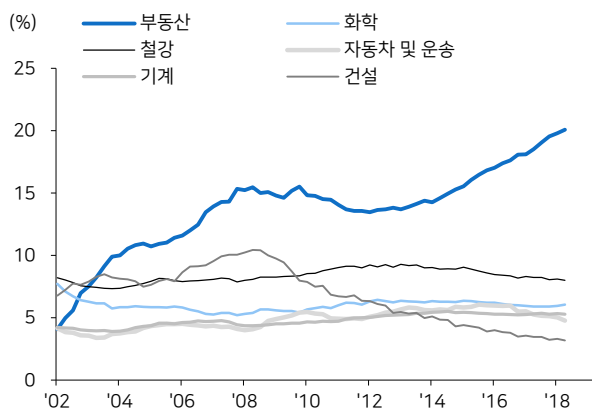
자료: 한국은행, KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

어닝 서프라이즈의 본질

Top line과 달리 (경상)대손비용은 금리, 경기, 대출 구성 등이 시차를 두고 반영되는 탓에 추정력이 떨어진다. 즉, 경상 대손비용에 대한 가정이 은행주 어닝 서프라이즈, 어닝 쇼크를 판가름 짓는 핵심 변수다. '16~'17년 은행권의 어닝 서프라이즈도 가계 여신 취급에 따른 대손비용 개선 폭이 과소 추정된 영향이다.

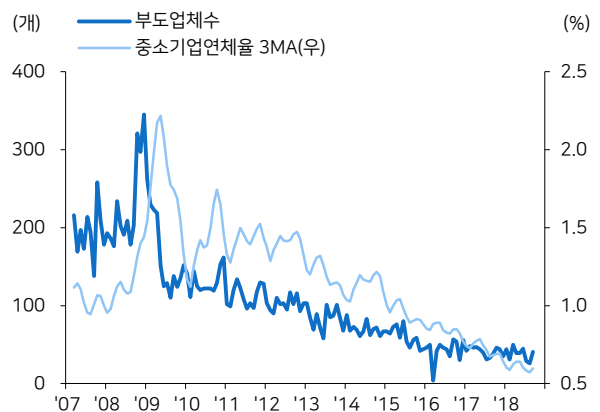
역대 최저 수준에서 관리되고 있는 시중은행의 대손비용률이 급격하게 악화될 가능성은 제한적이다. 언론을 통해 보도되고 있는 부동산 가격 하락, 일부 경기민감 업종 부진 등이 투자자들에게 불편할 수 있으나 과거대비 소액다계좌화 된 자산 포트폴리오를 감안시 현 수준에서 충분히 관리 가능해 보인다. 또한 4분기 요주의 여신에 대한 보수적 충당금 적립으로 선제적 대응도 대부분 마친 상태이다.

그림8 예금은행 산업별 대출금 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

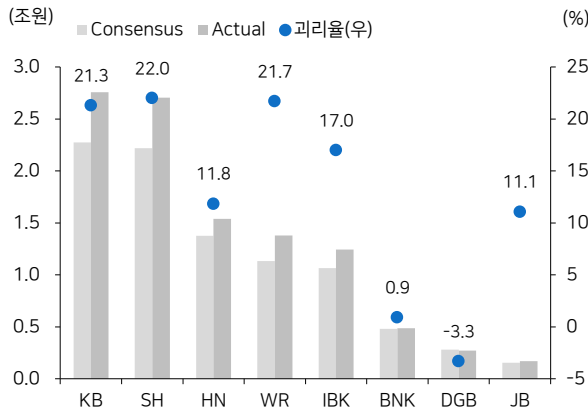
그림9 부도 업체수와 중소기업 연체율



자료: 금감원, 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

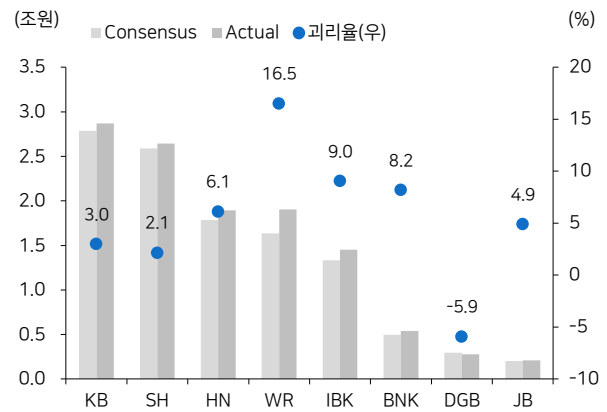
다만 분명한 점은 더 이상 추가적인 대손비용 하락으로 시장의 기대치를 뛰어넘을 실적을 발표할 가능성은 낮아 졌다는 것이다. '17년과 달리 '18년 시중은행을 중심으로 실적 괴리율(실제치 - 예상치)이 축소된 것도 경상 대손비용률 개선 폭이 둔화된 영향이 크다. '18년 실적 시즌에서 확인할 수 있듯이 시장의 기대치에 부합하는 정도의 실적 발표는 추가 상승의 필요조건 일뿐 충분조건은 될 수 없다.

그림10 1Q17~3Q17 누적 실적과 Consensus



자료: 각사, Fnguide, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 1Q18~3Q18 누적 실적과 Consensus



자료: 각사, Fnguide, 메리츠증권증권 리서치센터

무의미한 밸류에이션 콜

결론적으로 은행권 실적에 기댄 밸류에이션 콜은 작동하기 힘든 시점이다. 이익 안정성을 근거로 한 '밸류에이션 몇 배 → 추가바닥 → 저가매수'라는 빈약한 논리를 들이대기엔 '18년 추가 하락이 설명되지 않는다. 특히 4분기 명예퇴직 규모 확대, 보수적인 충당금 설정 등 대규모 비용 집행으로 실적 부진이 예고되어 있는 만큼 적절한 타이밍도 아니다.

표1 Coverage 4Q18E 지배주주순이익

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
KB금융	411.7	553.8	-25.7	953.8	-56.8	554.5	-25.8
신한지주	504.6	211.3	138.8	847.8	-40.5	536.6	-6.0
하나금융	330.3	495.8	-33.4	589.4	-44.0	398.4	-17.1
우리은행	128.2	133.6	-4.1	597.5	-78.6	252.4	-49.2
기업은행	301.8	255.8	18.0	520.3	-42.0	300.0	0.6
BNK금융	-1.6	-83.2	적자전환	181.8	적자전환	32.1	N/A
DGB금융	110.9	30.6	262.0	80.4	37.8	80.4	37.9
JB금융	25.9	14.3	82.0	72.6	-64.3	33.9	-23.5
Coverage	1,811.8	1,612.0	12.4	3,843.7	-52.9	2,188.3	-17.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	KB금융	신한지주	하나금융	우리은행	기업은행	BNK금융	DGB금융	JB금융	Coverage
순이자이익	2,287.2	2,227.7	1,458.0	1,467.4	1,448.4	580.7	354.1	316.6	10,140.0
이자수익	3,611.0	3,588.8	2,749.0	2,549.3	2,351.0	928.3	520.2	494.5	16,792.1
이자비용	1,323.8	1,361.1	1,291.1	1,081.9	902.7	347.6	166.1	178.0	6,652.1
순수수료이익	448.2	420.4	477.6	249.6	82.8	33.6	22.0	4.3	1,738.6
수수료수익	924.6	1,078.5	736.5	531.1	177.1	71.7	41.1	31.4	3,592.2
수수료비용	476.4	658.1	258.9	281.5	94.3	38.1	19.0	27.1	1,853.6
기타비이자이익	-109.4	-185.4	-38.7	-103.0	-91.9	-43.0	-37.6	-8.0	-617.0
총영업이익	2,626.0	2,462.7	1,896.9	1,614.1	1,439.3	571.3	338.5	312.8	11,261.6
판관비	1,778.0	1,509.4	1,258.1	1,167.6	604.8	393.1	256.9	218.2	7,186.2
총전영업이익	848.0	953.3	638.7	446.4	834.5	178.1	81.6	94.7	4,075.4
총당금전입액	307.5	261.7	191.8	215.5	400.7	158.3	80.6	55.1	1,671.3
영업이익	540.4	691.6	447.0	231.0	433.7	19.8	1.0	39.6	2,404.1
영업외손익	27.4	7.9	19.4	-51.5	-15.3	-12.3	152.0	0.3	127.9
세전이익	567.8	699.6	466.3	179.5	418.4	7.5	153.0	39.9	2,531.9
법인세비용	156.1	192.4	128.2	49.3	115.1	2.1	37.5	9.4	690.1
당기순이익	411.7	507.2	338.1	130.1	303.4	5.5	115.5	30.5	1,841.8
지배주주	411.7	504.6	330.3	128.2	301.8	-1.6	110.9	25.9	1,811.8
비지배지분	0.0	2.5	7.8	2.0	1.5	7.1	4.6	4.6	30.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

높은 자본력의 명과 암

실적을 제외한 은행주 상승 트리거는 대부분 자본과 관련된 것들이다. M&A, 비은행 자회사 증자, 자사주 매입, 배당성향 확대 등 모두 자본 적정성이 전제되어야 시행할 수 있는 전략들이다. 이에 시장 역시 높은 자본비율을 보유한 은행에 상대적으로 높은 밸류에이션 프리미엄을 부여해왔다. 바젤 III 및 경기대응완충자본 (CCyB) 도입, 시스템적 중요 은행(D-SIB) 선정 등 전세계적인 자본 규제 강화 흐름도 이러한 시장 인식을 강화시키기에 충분했다.

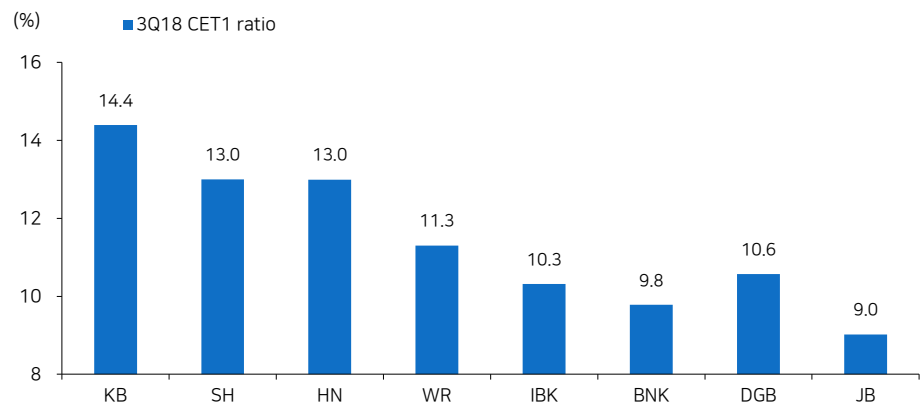
은행의 높은 자본력은 주주에게 동전의 양면과도 같은 존재다. 업황이 좋고 정부 규제가 완화적인 국면에선 변화를 위한 총알이 되어줄 수 있으나 현재와 같은 상황에선 되려 ROE를 갉아먹는 주범으로 지목된다. 현재 M&A 시장에 대형 물건은 부재하며 자사주 매입, 자회사 증자도 지속 가능한 전략으로 보기 어렵다. 결국 점진적인 배당성향 확대만이 높은 자본비율을 보유한 은행의 밸류에이션 프리미엄을 정당화시켜 줄 수 있다.

지난 해 금융당국의 고배당 자제 요구가 현실화되며 3대 금융지주의 배당성향이 모두 후퇴했다. 자본비율이 규제 수준을 크게 상회하고 있다는 점에서 납득하기 어려웠으며, 주주환원 목소리가 높아지는 시대적 요구에도 전면으로 배치되는 의사결정이었다.

배당성향 후퇴시 추가하락 불가피

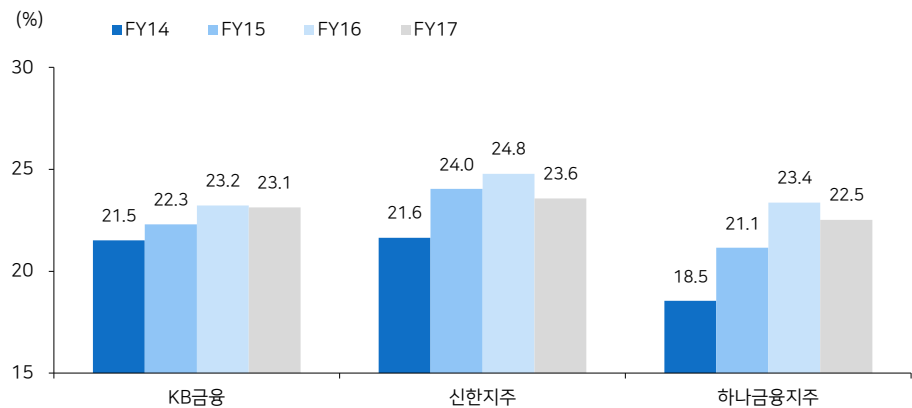
문제는 금융당국의 스탠스가 지난해와 별반 차이가 없어 보인다는 것이다. 악화되는 경기를 고려해 은행권 자본을 유출시키는 배당성향 확대에 보수적인 의견을 유지할 가능성이 크다. 4분기 실적 부진으로 주당 배당금 추정치 하향이 자명한 가운데 배당성향마저 후퇴한다면 외국인 매도를 중심으로 한 추가적인 주가 하락은 불가피하다. 1월 31일 시중은행 중 가장 먼저 실적 및 배당을 발표하는 하나금융지주의 어깨가 그 어느 때 보다 무겁다.

그림12 상장은행 CET1 Ratio 현황



자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 3대 금융지주 Payout ratio 추이



자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

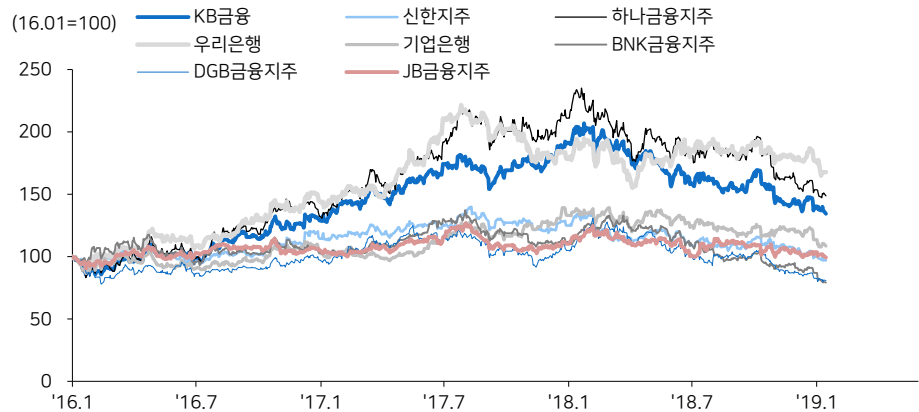
상대 · 정성 > 절대 · 정량

언제가 바닥일까?

전술하였듯이 실적과 자본력이라는 절대적, 정량적 지표에 기대 주가의 바닥을 찾기란 쉽지 않다. 오히려 현재의 주가 하락이 투자심리 훼손에 상당 부분 기인하고 있다는 점에서 상대적, 정성적 부분에 좀 더 집중할 필요가 있다. 부정적인 매크로 전망에 대한 은행 투자자들의 역치가 높아지고 있는 만큼 Bottom up 관점에서 팔아야 할 이유가 해소되는 시점이 단기 바닥일 가능성이 크다.

국내 주식시장에서 롱-숏 전략 중심의 헤지펀드 규모가 커지며 은행주 내에서도 종목간 Pair-trading이 증가하는 추세다. 크게는 시중은행-지방은행, 종목별로는 KB금융-신한지주, 하나금융지주-우리은행 등이 대표적이다. 과거와 달리 종목간 수익률 격차가 커진 것도 이러한 수급적 영향이 크게 작용했다.

그림14 '16년 이후 은행주 상대주가 추이



자료: KRX, 메리츠증권리서치센터

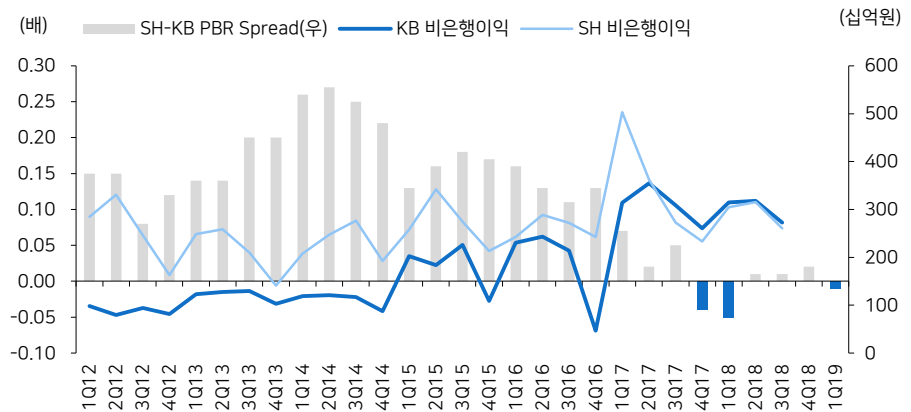
1) 신한지주-오렌지라이프 인수

예측 가능 범위 내에 종목간 밸류에이션에 영향을 미칠 이벤트는 크게 2가지다. 우선 당장 이번 주 수요일(1월 16일) 신한지주의 오렌지라이프 인수 승인 여부가 결정된다. 언론 보도를 참고시 큰 이변이 없는 한 딜이 성공적으로 마무리 되는 모습이다. 그럼에도 주식시장에선 하나금융지주의 하나UBS자산운용 인수 심사 보류 등의 경험적 근거로 반신반의 하고 있다. 지난 주 우리은행 전 CEO 구속 기사에 신한지주는 2% 이상 하락하고 오렌지라이프 5% 이상 급등한 것은 시장의 불안한 심리를 직접적으로 대변해준다.

업종 대장주인 KB금융과 신한지주의 PBR Spread는 비은행 자회사의 이익 규모에 비례해왔다. KB금융의 공격적인 현대증권 및 LIG손해보험 인수로 현재는 두 금융지주 모두 비슷한 규모의 비은행 자회사 이익을 창출하고 있으며, 밸류에이션 역시 거의 붙어 있다. KB금융의 주력 자회사는 손해보험, 증권, 신한지주의 주력 자회사는 생명보험, 카드라는 점에서 이익의 질은 KB금융이 좀 더 높다 할 수 있으나 시장은 이익의 절대 규모에 비례해 밸류에이션을 부여하고 있다.

신한지주의 성공적인 인수를 가정시 비은행 부문의 이익은 연간 기준 약 2천억원 증가하는 효과가 있다. 이론적으로 신한지주의 밸류에이션이 KB금융을 재차 역전할 가능성이 높다는 의미다. 또한 불확실성 해소 차원에서 업종 전반에도 긍정적인 영향을 기대해 볼 수 있다.

그림15 KB-SH 비은행이익 추이와 밸류에이션 Gap 추이



자료: 각사, KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

2) 우리금융지주 변경상장

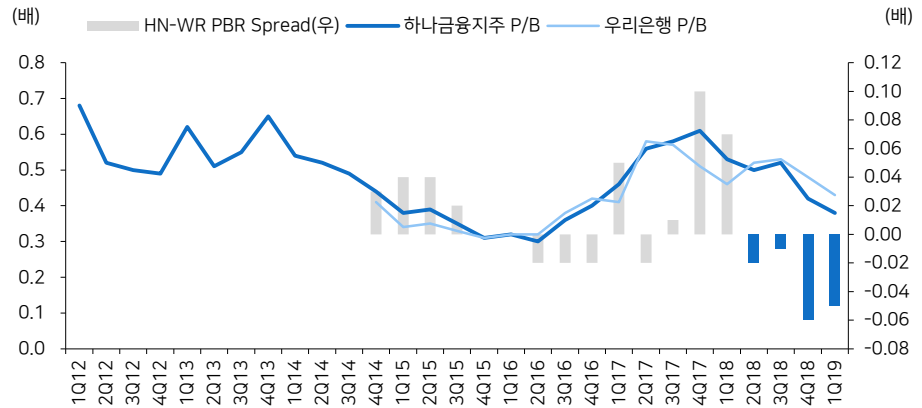
비교적 긍정적인 신한지주의 인수건과 달리 우리은행이 우리금융지주로 변경상장 되는 2월 13일은 은행 투자자들에게 불안한 날이다. 실제 우리은행 주식매수청구 기간 마지막 날 공매도 급증으로 주가는 5% 이상 하락했으며, 심지어 거래 마지막 날엔 공매도 과열종목으로까지 지정됐다. 이는 주식매수청구가격으로 인해 비정상적으로 벌어진 하나금융지주와의 밸류에이션 Gap 축소에 베풀었던 결과물이다.

우리은행 입장에서 최선의 시나리오는 거래재개 시점까지 하나금융지주 주가가 15% 이상 상승해 밸류에이션 키 높이를 맞춰주는 것이다. 하지만 현재의 주식시장 분위기상 기대하기 요원한 시나리오다. 중장기적으로 비은행 확대, 완전 민영화 등의 기대감은 유효하나 거래 재개 후 단기 주가 하락은 피하기 어렵다.

은행주 바닥은 2월말 ~ 3월초

우리금융지주와 하나금융지주의 밸류에이션이 정상화되고 '19년 1분기 호실적이 부각될 수 있는 2월말~3월초를 은행주 단기 바닥으로 감히 예상해 본다.

그림1 HN-WR PBR 추이와 밸류에이션 Gap 추이



자료: 각사, KRX, 메리츠증권 리서치센터

표3 은행업 Coverage Valuation Table

		Top Picks		시중은행			지방은행		
		하나금융지주	JB금융지주	KB금융	신한지주	우리은행	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주
Code No.		086790 KS	175330 KS	105560 KS	055550 KS	000030 KS	024110 KS	138930 KS	139130 KS
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Tr.Buy	Buy	Buy	Tr.Buy	Tr.Buy
적정주가(원)		50,000	7,500	61,000	50,000	19,000	19,000	9,000	10,000
현재가(1/14, 원)		35,100	5,460	44,550	38,350	14,800	13,400	6,670	8,140
상승여력(%)		42.5	37.4	36.9	30.4	28.4	41.8	34.9	22.9
지배순이익(십억원)	2016	1,330	143	2,144	2,775	1,261	1,158	502	288
	2017	2,037	185	3,311	2,918	1,512	1,501	403	302
	2018E	2,222	237	3,280	3,148	2,032	1,754	538	390
	2019E	2,346	323	3,433	3,282	2,001	1,845	583	345
자본총계(십억원)	2016	23,390	2,964	31,261	31,745	20,546	18,047	7,087	3,972
	2017	24,828	3,086	34,045	33,703	20,565	19,802	7,656	4,196
	2018E	26,509	3,715	35,302	35,848	21,811	20,642	8,361	4,812
	2019E	28,275	4,035	37,866	38,337	23,302	21,963	8,831	5,160
ROE(%)	2016	6.0	6.5	7.2	9.0	6.4	6.6	7.9	8.0
	2017	8.8	7.9	10.2	9.1	7.4	8.0	5.8	8.0
	2018E	8.9	8.8	9.5	9.3	9.7	8.7	7.4	9.5
	2019E	8.8	10.3	9.4	9.0	9.0	8.7	7.5	7.7
EPS(원)	2016	4,495	918	5,459	5,851	1,866	2,071	1,539	1,702
	2017	6,881	1,191	7,920	6,153	2,237	2,681	1,237	1,787
	2018E	7,402	1,489	7,846	6,639	3,005	3,132	1,788	2,303
	2019E	7,813	1,639	8,211	6,920	2,960	3,294	1,958	2,038
BPS(원)	2016	75,971	14,663	77,815	65,605	30,279	32,055	20,811	21,773
	2017	80,654	15,895	85,302	69,210	30,249	35,175	21,654	23,088
	2018E	86,046	15,351	89,226	74,667	32,086	36,667	23,207	25,555
	2019E	91,778	16,785	95,792	79,902	34,280	39,014	24,647	27,608
PER(배)	2016	7.0	6.3	7.8	7.7	6.8	6.1	5.6	5.7
	2017	7.2	5.1	8.0	8.0	7.0	6.1	7.6	5.9
	2018E	4.9	3.8	5.9	6.0	5.2	4.5	4.4	3.5
	2019E	4.5	3.3	5.4	5.5	5.0	4.1	3.7	4.0
PBR(배)	2016	0.4	0.4	0.6	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
	2017	0.6	0.4	0.7	0.7	0.5	0.5	0.4	0.5
	2018E	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
	2019E	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3

자료: 메리츠증권리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:은경완)

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

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

KB 금융 (105560) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	산업분석	Buy	69,000	은경완	-23.8	-18.6	
2018.10.26	기업브리프	Buy	69,000	은경완	-24.6	-18.6	
2018.11.13	산업분석	Buy	61,000	은경완	-22.8	-19.8	
2019.01.15	산업분석	Buy	61,000	은경완	-	-	

신한지주 (055550) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	산업분석	Trading Buy	53,000	은경완	-15.7	-8.7	
2018.10.25	기업브리프	Trading Buy	53,000	은경완	-16.0	-8.7	
2018.11.13	산업분석	Trading Buy	50,000	은경완	-18.1	-13.2	
2019.01.15	산업분석	Trading Buy	50,000	은경완	-	-	

하나금융지주 (086790) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.01.25	기업브리프	Buy	40,000	은경완	-8.7	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	산업분석	Buy	54,000	은경완	-19.4	-14.1	
2018.10.29	기업브리프	Buy	54,000	은경완	-20.3	-14.1	
2018.11.13	산업분석	Buy	50,000	은경완	-25.6	-21.0	
2019.01.15	산업분석	Buy	50,000	은경완	-	-	

우리은행 (000030) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	산업분석	Buy	21,000	은경완	-21.7	-18.3	
2018.10.29	기업브리프	Buy	21,000	은경완	-22.1	-18.3	
2018.11.13	산업분석	Buy	19,000	은경완	-17.3	-13.2	
2019.01.15	산업분석	Buy	19,000	은경완	-	-	

기업은행 (024110) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.15	기업브리프	Buy	16,000	은경완	-21.3	-16.9	
2017.04.10	산업브리프	Buy	16,000	은경완	-21.7	-16.9	
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	산업분석	Trading Buy	19,000	은경완	-17.1	-9.5	
2018.10.26	기업브리프	Buy	19,000	은경완	-17.3	-9.5	
2018.11.13	산업분석	Buy	19,000	은경완	-18.3	-9.5	
2019.01.15	산업분석	Buy	19,000	은경완	-	-	

DGB 금융지주 (139130) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자이전	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.09	기업브리프	Buy	12,000	은경완	-10.4	-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	산업분석	Trading Buy	12,000	은경완	-16.6	-12.1	
2018.11.01	기업브리프	Trading Buy	12,000	은경완	-17.4	-12.1	
2018.11.13	산업분석	Trading Buy	10,000	은경완	-14.0	-10.5	
2019.01.15	산업분석	Trading Buy	10,000	은경완	-	-	

BNK 금융지주 (138930) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자이전	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.10	기업브리프	Buy	11,500	은경완	-22.3	-17.8	
2017.04.10	산업브리프	Buy	11,500	은경완	-21.8	-16.8	
2017.04.27	기업브리프	Buy	11,500	은경완	-20.4	-13.7	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	11,500	은경완	-17.3	-4.8	
2017.07.10	산업브리프	Trading Buy	11,500	은경완	-15.9	-2.2	
2017.07.31	기업브리프	Trading Buy	11,500	은경완	-14.6	0.4	
2017.09.04	산업분석	Trading Buy	11,500	은경완	-14.5	0.4	
2017.10.10	산업분석	Trading Buy	11,500	은경완	-14.4	0.4	
2017.11.02	기업브리프	Trading Buy	11,500	은경완	-14.8	0.4	
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	산업분석	Trading Buy	11,000	은경완	-23.4	-14.2	
2018.11.01	기업브리프	Trading Buy	11,000	은경완	-24.0	-14.2	
2018.11.13	산업분석	Trading Buy	9,000	은경완	-16.6	-11.2	
2019.01.15	산업분석	Trading Buy	9,000	은경완	-	-	

JB 금융지주 (175330) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.13	기업브리프	Buy	7,300	은경완	-21.1	-17.1	
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	산업분석	Trading Buy	7,000	은경완	-14.5	-10.1	
2018.11.05	기업브리프	Trading Buy	7,000	은경완	-14.7	-10.1	
2018.11.13	산업분석	Buy	7,500	은경완	-24.4	-21.6	
2019.01.15	산업분석	Buy	7,500	은경완	-	-	