

SECTOR REPORT

지방은행



비중확대 (유지)

[Analyst]

김수현 ☎ 02-3772-1515
수석연구원 ✉ sh.kim@shinhan.com

M&A 결실의 첫 해

지방은행의 경쟁 구도 재편

지방은행의 가장 큰 약점은 영업 측면에서의 지역적 한계다. 은행 간 M&A를 통해 성장 동력을 확보해야 한다. 우리금융 민영화 과정에서 매각된 경남은행과 광주은행은 부분적으로 지역 간 경계를 허무는 동시에 성장 동력을 확보하는데 일조했다. 각각 56.79%를 인수한 BS금융지주와 JB금융지주가 그 수혜를 입었다.

M&A를 통한 영업 기반 확대 긍정적

부단한 노력에도 부산은행의 경남/울산 지역 여신 시장 점유율은 지난 수년간 6~7%를 벗어나지 못했다. 경남/울산은 매년 대출 규모가 10% 이상씩 성장하는 매력적인 시장임에도 지역 정서와 기득권의 힘으로 진출이 용이하지 않았다. 하지만 경남은행 인수라는 기회가 왔고 이를 통해 경남/울산 지역으로의 영업기반 확대가 용이해졌다. JB금융지주는 42조원 규모의 전남/광주시장에서 점유율 24%를 차지하는 광주은행을 인수했다. 좀 더 수월한 영업기반 확대와 더불어 중견 금융지주사로 성장할 전망이다.

높은 수준의 PMI(인수 후 통합)가 기대되는 BS금융과 JB금융에 관심

두 회사 모두 기대했던 것보다 훨씬 높은 수준의 통합 과정을 보여주고 있다. 인수된 기업의 취약한 부분을 보완해주면서 독립성을 보장하는 면이 인상적이다. 은행 M&A 여러 실패 사례를 반면교사 삼아 보완해가는 부분이 엿보인다. 경남은행 인수를 통해 BS금융지주는 자산 85조원의 대형 금융지주사로 거듭났다. JB금융지주는 광주은행 인수 이후 자산 규모 35조원의 호남권 대표 금융그룹으로 자리매김했다.

Top Picks

종목명	투자의견	현재주가 (3월 26일, 원)	목표주가 (원)	상승여력 (%)
경남은행(192520)	매수(신규)	9,420	12,700	34.8
JB금융(175330)	매수(신규)	6,140	8,000	30.3
BS금융(138930)	매수	15,250	19,000	24.6
DGB금융(139130)	매수	12,200	15,000	23.0
광주은행(192530)	매수(신규)	8,190	10,000	22.1

Contents

3 Investment Summary

지방은행의 경쟁 구도 재편에 주목할 시점

5 지역 동향: 지역 간 경기 편차 여전이 높은 수준

국내 총 생산량(GDP) 내 비중은 경남권이 16.7%로 압도적
경남/울산 지역이 지난 10년 간 가장 큰 폭의 인구 유입 경험
부동산 가격은 대구와 경북이 최근 가장 가파르게 상승
사업체 당 매출 규모는 울산, 영업이익률은 전남, 전북이 높은 수준

11 영업 전망: M&A를 통한 영업 지역 확대

JB금융지주의 광주은행 인수
BS금융지주는 높은 PMI(인수 합병 이후 통합 과정)를 통해 시너지 극대화

16 리스크 요인

비젤 III 기준 보통주 자본 비율은 시중 은행 대비 낮은 수준

17 Company analysis

경남은행(192520) - 매수(신규), 목표주가 12,700원(신규)
JB금융지주(175330) - 매수(신규), 목표주가 8,000원(신규)
BS금융지주(138930) - 매수(유지), 목표주가 19,000원(유지)
DGB금융지주(139130) - 매수(유지), 목표주가 15,000원(유지)
광주은행(192530) - 매수(신규), 목표주가 10,000원(신규)

Investment summary

M&A를 통한 영업 기반 확대 추세

지방은행의 경쟁구도 재편에 주목할 시점

경남과 전남을 각각 대표하는 경남은행과 광주은행이 우리금융 민영화 과정에서 매각됐다. 경남은행의 최종 인수자는 부산을 기반으로 한 BS금융지주가 선택됐다. 광주은행 인수자는 전북을 기반으로 한 JB금융지주가 선택됐다. 이로써 BS금융지주는 그 동안 보이지 않는 장벽으로 진출이 쉽지 않았던 경남, 울산(이하 경남지역) 지역으로의 영업 확대가 용이해졌다. 광주은행 인수를 계기로 JB금융지주는 전북 지역의 높은 의존도에서 벗어나 그 영역을 광주와 전남 지역으로 확대할 수 있게 됐다.

경남은행(192520)에 대한 투자의견 ‘매수’, 목표주가 12,700원으로 커버리지를 개시한다. 경남/울산 지역 여신 기준 시장 점유율 25%로 농협 다음으로 높다. BS금융지주로 편입 이후 그 동안 미흡했던 금리 체계 개선으로 마진 방어에 나설 것이다. 여기에 강점인 지역 밀착 경영으로 인한 건전성 관리도 향후 더욱 강화될 전망이다.

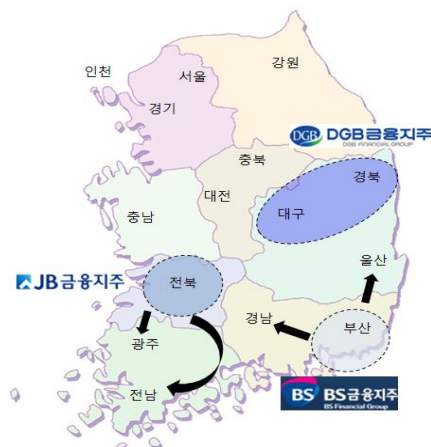
JB금융지주(175330)에 대한 투자의견 ‘매수’, 목표주가 8,000원으로 커버리지를 개시한다. 여신 기준 40조원 규모의 광주와 전남 시장에서 점유율 24%를 가지고 있는 광주은행을 인수했다. 전북/전남/광주를 모두 아우르는 자산 35조원의 명실 상부한 호남 대표 금융그룹으로 자리매김했다.

BS금융지주(138930)에 대한 투자의견 ‘매수’, 목표주가 19,000원을 유지한다. 경남은행 인수로 자산 규모가 47조원에서 84조원으로 증가했다. 부산은행, 경남은행, 캐피탈, 증권 및 저축은행을 갖춘 명실 상부한 중대형 금융지주사로 재도약했다. 은행의 영업 기반은 경남과 울산으로 확대된다. 부산은행의 경남/울산 내 시장 점유율은 지난 수년간 6~7%를 벗어나지 못했다. 경남은행의 공격적인 영업 방식과 보이지 않은 지역간의 장벽 때문이었다. 경남 지역에서의 금리 경쟁도 치열했다. 경남은행 인수는 이러한 문제점들을 한번에 해소시킬 전망이다.

DGB금융지주(139130)에 대한 투자의견 ‘매수’, 목표주가 15,000원을 유지한다. DGB금융의 지역 내 높은 지배력에 대해서도 재평가가 필요한 시점이다. 자기자본 이익률(ROE) 8.8%가 예상되는 가운데 유상증자 때의 주가 급락으로 현재 주가는 PBR 0.59x에서 거래되는 매우 비정상적 수준에 있다.

광주은행(192530)에 대한 투자의견 ‘매수’, 목표주가 10,000원으로 커버리지를 개시한다. 총 326억원에 이르는 경남기업에 대한 익스포저는 다소 아쉽다. 다만 올해부터 비용 감소와 성장 이 회복될 것이다. 보통주 자본 비율이 9.76%로 DGB금융지주를 제외하고 지방은행 중에서 가장 높다. 따라서 향후 성장과 배당에 대한 부담이 타행대비 적을 것이다.

각 지방 금융지주사의 영업 범위



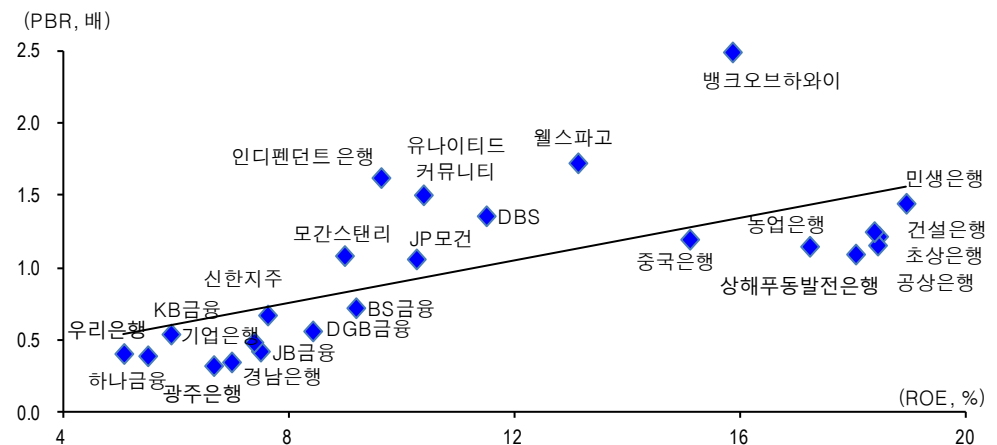
자료: 각 사, 신한금융투자

지방은행 실적 및 밸류에이션

		경남은행	JB금융	BS금융	DGB금융	광주은행
목표주가(원)		12,700	8,000	19,000	15,000	10,000
현재주가(원)		9,420	6,140	15,250	12,200	8,190
상승여력(%)		34.8	30.3	24.6	23.0	22.1
순이자이익	2014	640.3	565.3	1,427.2	1,021.9	384.9
(십억원)	2015F	725.2	931.9	2,025.4	1,077.8	450.6
	2016F	793.4	1,008.8	2,187.9	1,193.8	489.9
영업이익	2014	122.1	81.6	941.1	323.9	59.2
(십억원)	2015F	209.4	203.4	727.8	403.1	90.6
	2016F	238.7	295.1	827.2	468.6	116.1
세전이익	2014	116.6	579.6	919.1	317.2	58.2
(십억원)	2015F	208.6	199.3	718.8	398.8	89.8
	2016F	237.8	291.0	817.8	464.0	115.2
지배주주 순이익	2014	87.6	549.0	809.8	229.7	39.7
(십억원)	2015F	156.4	123.5	459.1	281.1	67.4
	2016F	177.7	195.3	493.4	329.3	86.4
EPS	2014	1,118	4,340	3,455	1,714	775
(원)	2015F	1,995	976	1,959	1,663	1,313
	2016F	2,267	1,543	2,105	1,948	1,684
BPS	2014	24,838	13,188	20,333	21,797	24,206
(원)	2015F	26,834	14,068	21,313	20,556	25,388
	2016F	29,101	15,445	23,067	22,504	26,769
PER	2014	10.6	1.4	4.2	7.1	12.4
(배)	2015F	4.7	6.3	7.8	7.3	6.2
	2016F	4.2	4.0	7.2	6.3	4.9
PBR	2014	0.48	0.46	1.40	0.56	0.40
(배)	2015F	0.35	0.44	0.72	0.59	0.32
	2016F	0.32	0.40	0.66	0.54	0.31
ROA	2014	0.3	2.1	1.0	0.6	0.2
(%)	2015F	0.5	0.3	0.5	0.7	0.4
	2016F	0.5	0.5	0.5	0.7	0.4
ROE	2014	4.5	32.9	17.0	8.2	3.2
(%)	2015F	7.7	7.2	9.4	8.8	5.3
	2016F	8.1	10.5	9.5	9.0	6.5

자료: 각 사, 신한금융투자 추정

2015년 글로벌 피어 그룹 예상 PBR-ROE 비교



자료: Bloomberg Consensus, 신한금융투자

지역 동향: 지역 간 경기 편차 여전히 높은 수준

- 총 생산량 비중은 경남/울산, 성장률은 대구, 경남, 전북, 광주 지역이 높은 수준
- 경남/울산 지역이 지난 10년 간 가장 큰 폭의 인구 유입 경험
- 부동산 경기는 대구와 경북이 최근 가장 가파르게 상승

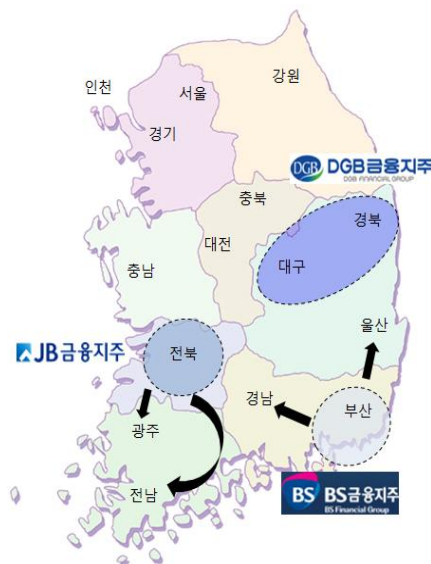
M&A를 통한 영업 기반 확대 추세

경남과 전남을 각각 대표하는 경남은행과 광주은행이 우리금융 민영화 과정에서 매각됐다. 경남은행의 최종 인수자는 부산을 기반으로 한 BS금융지주가 선택됐다. 광주은행 인수자는 전북을 기반으로 한 JB금융지주가 선택됐다.

이로써 BS금융지주는 그 동안 보이지 않는 장벽으로 진출이 쉽지 않았던 경남, 울산(이하 경남 지역) 지역으로의 영업 확대가 용이해졌다. 참고로 BS금융지주의 자회사 부산은행의 경남지역 여신 시장 점유율은 지난 수년간 6~7%대를 벗어나지 못했다.

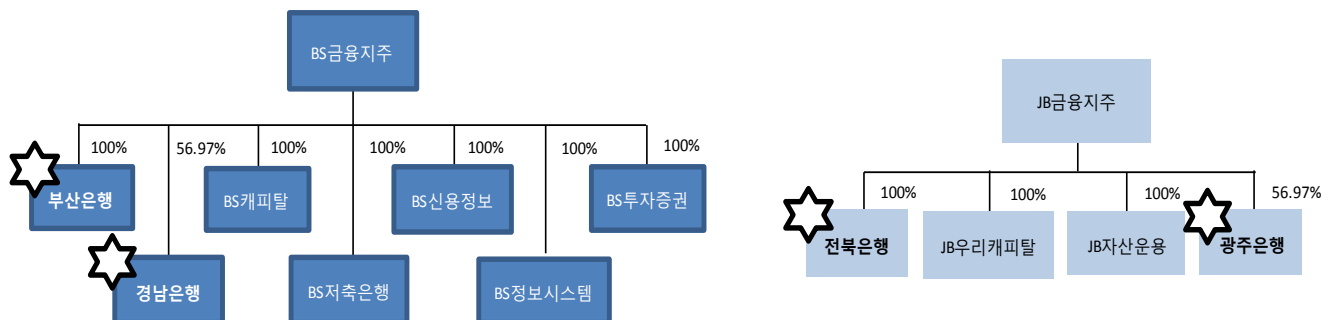
광주은행 인수를 계기로 JB금융지주는 전북 지역의 높은 의존도에서 벗어나 그 영역을 광주와 전남 지역으로 확대할 수 있게 됐다.

각 지방 금융지주의 영업 범위



자료: 각 사, 신한금융투자

지난 2년간 펼쳐진 지방은행 M&A의 결과물



자료: 각 사, 신한금융투자

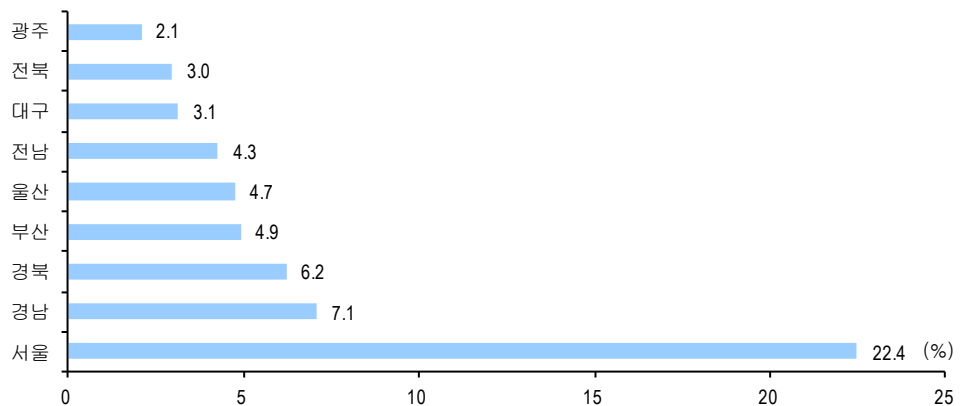
GRDP 규모로는 경남 지역이 압도적

국내 총 생산량(GDP) 내 비중은 경남권이 16.7%로 압도적

서울과 경기를 제외하고 국내 총 생산량(이하 GDP) 비중이 가장 높은 지역은 경상남도이다. 국내 GDP의 7.1%를 차지한다. BS금융지주의 영업권인 경남권(부산, 경남, 울산)의 GDP 비중은 16.7%로 압도적이다. JB금융지주의 영업지역 호남권(전북, 전남, 광주)의 GDP 비중은 9.3%이다. DGB금융지주의 경북권(경북, 대구)의 비중도 동일한 9.3%이다.

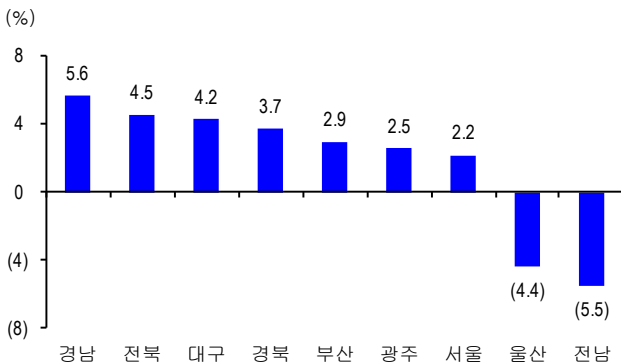
지역 총 생산 성장률(이하 GRDP)은 울산과 전남이 가장 저조하다. 2013년 기준 각각 -4.4%, -5.5% 성장했다. 최근 3년 연평균 성장률도 두 지역 모두 국내 GDP 성장률을 하회한다. 울산의 경기 침체는 지역 의존도가 절대적인 조선업 부진으로 해석될 수 있다. 아직 2014년 수치가 집계되기 전이지만 전남 지역의 경우 세월호 발생 지역으로 그 여파에 따른 경기 침체가 2014년에도 지속된 것으로 파악된다.

지역별 국내 GDP 비중 (전국 = 100%)



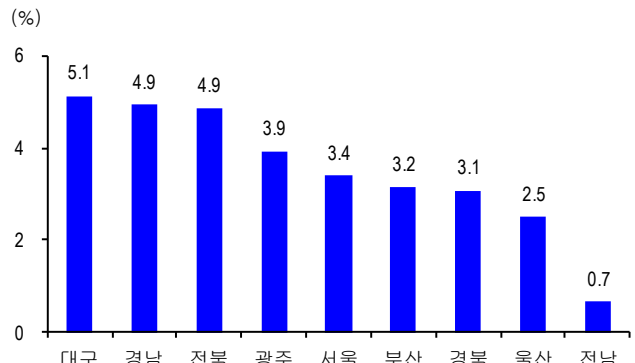
자료: 통계청, 신한금융투자
주: 2013년 기준

2013년 지역 내 총 생산(이하 GRDP) 성장률 현황



자료: 통계청, 신한금융투자

2010~2013년 연평균 GRDP 성장률



자료: 통계청, 신한금융투자

각 지역별 특화 산업

DGB금융		JB금융			BS금융			제주은행
경북	대구	전북	광주	전남	부산	경남	울산	제주
전자정보 기기	메카트로닉스	자동차 기계	광산업	생물	항만 물류	지식기반 기계	자동차	관광
신소재 부품	전자정보 기기	생물	정보 가전	신소재 조선	기계 부품	로봇	조선 해양	건강 뷰티 생물
생물 한방	섬유	대체 에너지	자동차 부품	물류	관광 컨벤션	지능형 홈	정밀 화학	친환경 농업
문화 관광	생물	문화 관광	디자인 문화	문화 관광	영상 IT	바이오	환경	디지털 콘텐츠

자료: 산업 연구원, 신한금융투자

최근 10년간 인구 유입은 경남/울산이 가장 많음

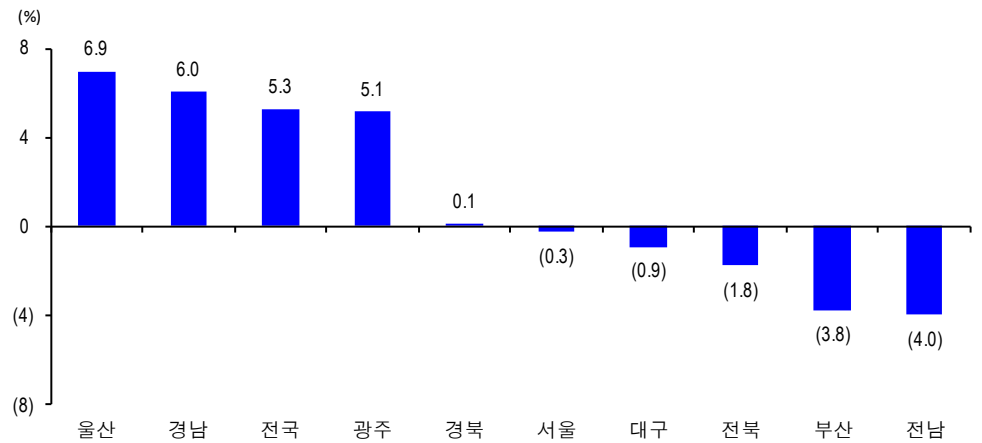
경남/울산 지역이 지난 10년 간 가장 큰 폭의 인구 유입 경험

지역 경제의 경우 인구의 규모나 고령화가 매우 중요하다. 이는 총 생산량과 더불어 생산성에 직접적 영향을 주기 때문이다. 혹은 노동 집약적 산업의 발달이 인구 유입을 증폭 시킬 수도 있다.

이 같은 노동 집약적 산업 발달의 수혜를 입은 지역이 경남/울산이다. 과거 10년간 울산 지역의 인구 규모는 6.9%로 영남과 호남권에서 가장 크게 성장했다. 그 뒤를 이어 경남 지역이 6.0%로 높은 성장을 보였다. 대표적인 노동 집약적 수출 산업인 조선업과 자동차 산업이 이 지역들을 중심으로 지난 10년간 발달해왔기 때문이다.

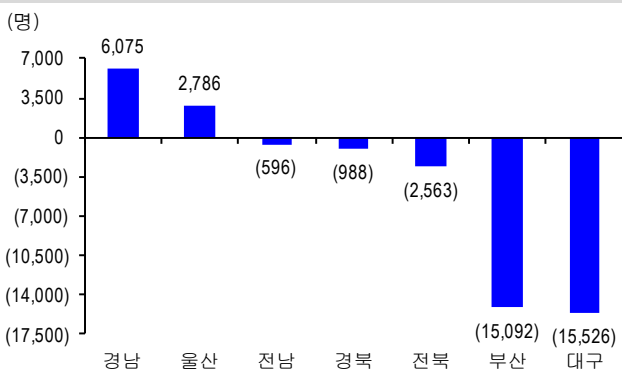
최근에는 경남의 진해, 김해, 거제 및 양산 등의 인구 집중 현상이 목격된다. 부산, 대구 등 대도시의 부동산 가격이 급등하면서 인근 지방 도시로의 이주가 뚜렷하게 나타나고 있다. 노동 가능 인구의 비중은 울산과 광주가 가장 높다.

2005~2014년 지역별 인구수 변화



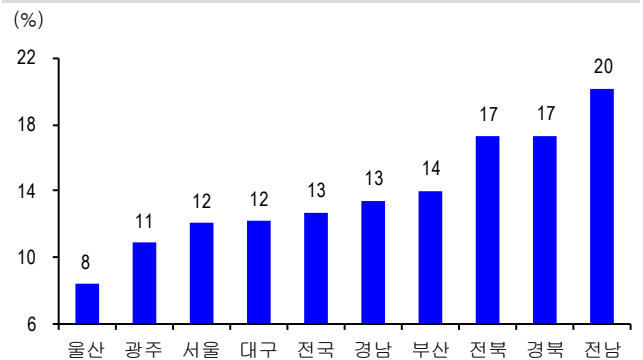
자료: 통계청, 신한금융투자

2014년 인구 순이동



자료: 통계청, 신한금융투자

2014년 지역별 고령화 (기준 65세 이상)



자료: 통계청, 신한금융투자

부동산 경기는 대구와 경북이
호황

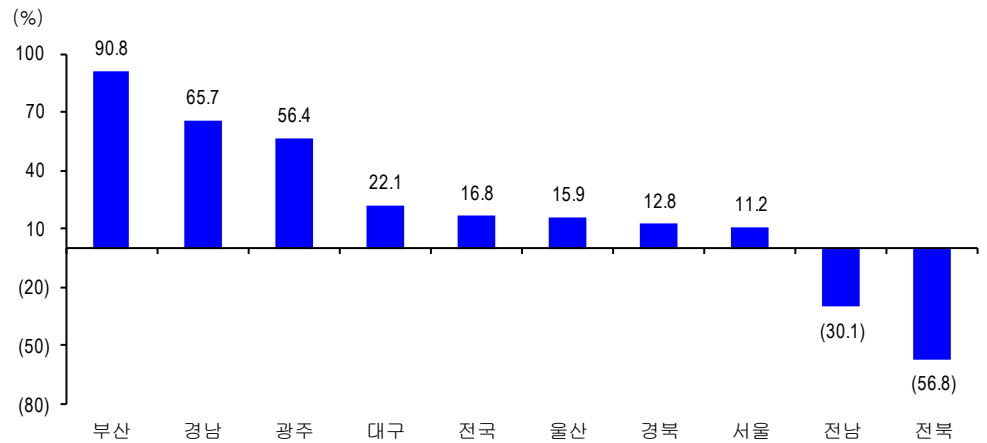
부동산 가격은 대구와 경북이 최근 가장 가파르게 상승

지방은행은 여신의 70%가 기업 대출이며 그 중에서도 대부분이 중소기업 대출이다. 은행별로 편차가 있지만 그 중 부동산 담보 비중이 50% 내외다. 나머지 30%의 가계대출도 70% 가까이가 부동산 담보다. 지역 부동산 경기가 매우 중요하다고 볼 수 있다.

2014년 건설 수주는 부산, 경남, 광주가 크게 증가했다. 매매 가격 동향은 대구와 경북이 눈에 띄게 증가하는 추세다. 최근 3년간 주택매매 가격 등락률은 대구와 경북 지역이 각각 29%, 28%로 전국에서 가장 높았다. 실제로 지역민들이 체감하는 수준은 폭등에 가까울 것으로 예상된다. 아마도 대구 동구의 혁신도시, 의료복합단지 건설 등 굵직한 개발도 부동산 가격 상승에 기여했을 것이다.

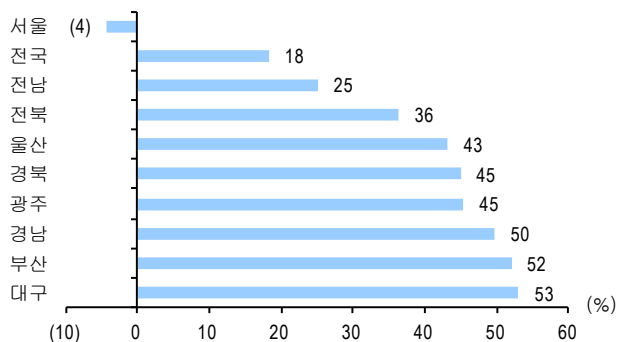
14년 광공업별 생산지수는 타이어, 전자부품 등의 생산기지가 있는 광주가 +8.4% YoY로 월등히 높았다. 반면 울산과 전남은 전년 동기 대비 감소하는 등 부진한 모습을 보였다.

2014년 지역별 건설 수주 지수 (증감률 YoY)



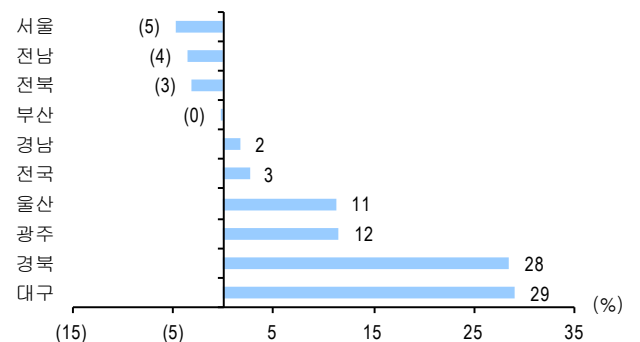
자료: 통계청, 신한금융투자

금융위기 이후 주택매매 가격 등락률 (2009년 1월 이후)



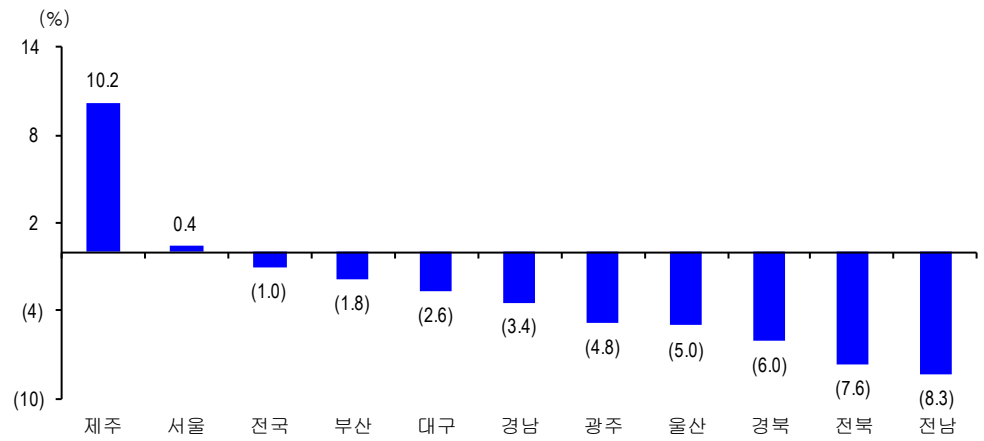
자료: KB국민은행, 신한금융투자

주택매매 가격 등락률 (2012년 2월 ~ 2015년 2월)



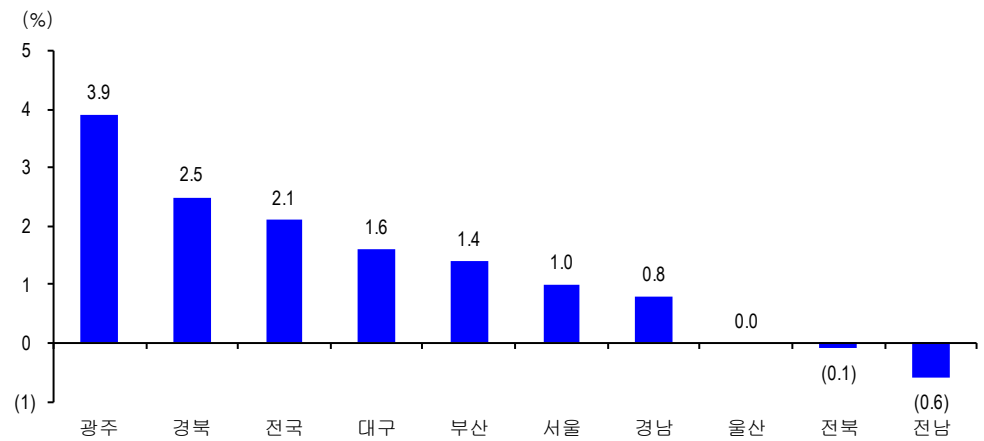
자료: KB국민은행, 신한금융투자

2014년 지역별 대형 소매점 판매액 지수 (YoY)



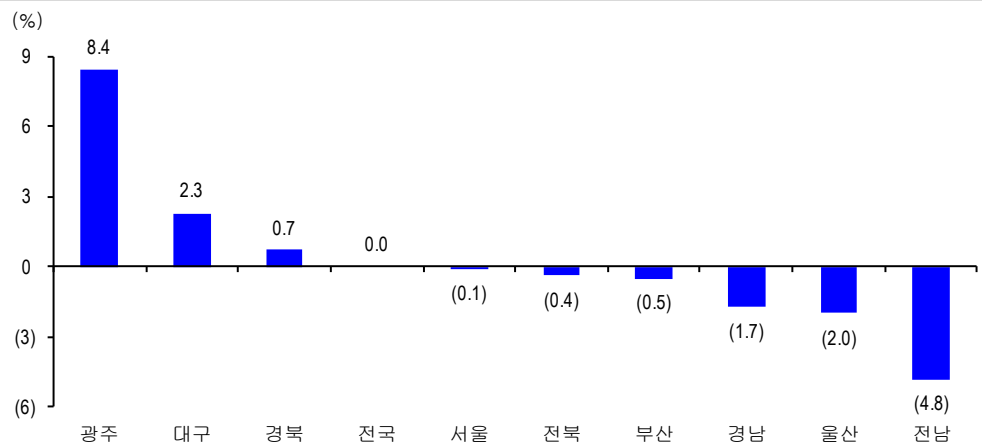
자료: 통계청, 신한금융투자

2014년 지역별 취업자 지수 (YoY)



자료: 통계청, 신한금융투자

2014년 지역별 광공업 생산 지수 (YoY)



자료: 통계청, 신한금융투자

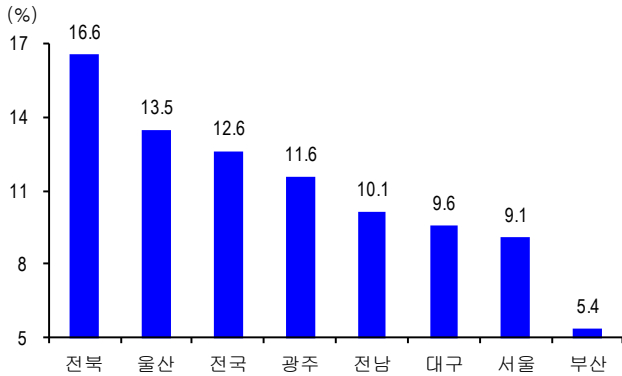
사업체 당 매출 규모는 울산, 영업이익률은 전남, 전북이 높은 수준

지역 사업체의 이익률은 전남과 전북이 우수

사업체당 매출 규모에서는 대규모 조선, 자동차 공장이 있는 울산이 월등히 높다. 사업체당 31 억원이다. 하지만 영업 이익률 측면에서는 전남과 전북 지역이 조금 더 높다. 이는 대규모의 제철, 석유화학 단지의 효과이겠지만 상대적으로 낮은 부동산 가격과 인건비 등의 영향도 있다고 판단된다.

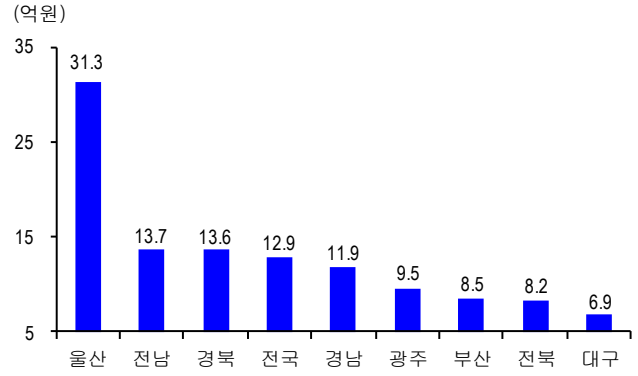
2014년 어음 부도율은 울산과 전남이 0.1%, 0.16%로 가장 낮다. 반면 전북과 대구 지역이 각각 0.52%, 0.47%로 비교 대상 그룹에서 가장 높았다.

2008년 금융위기 이후 지역별 사업체 수 변화



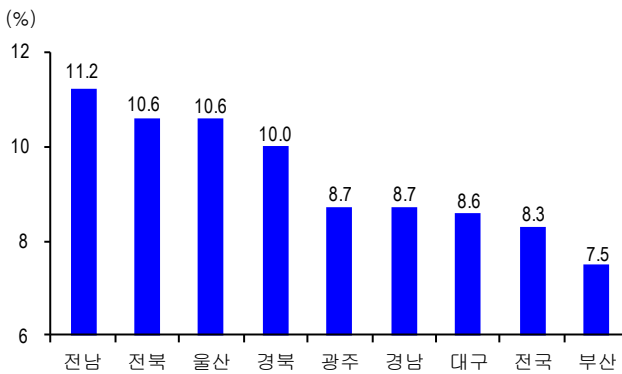
자료: 통계청, 신한금융투자

2013년 주요 지역별 사업체당 매출액



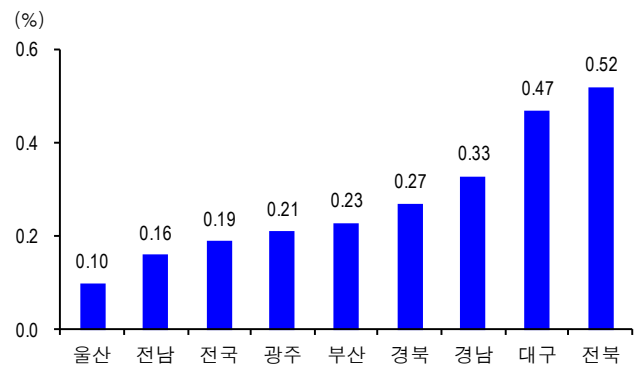
자료: 통계청, 신한금융투자

2013년 주요 지역별 사업체당 영업이익률



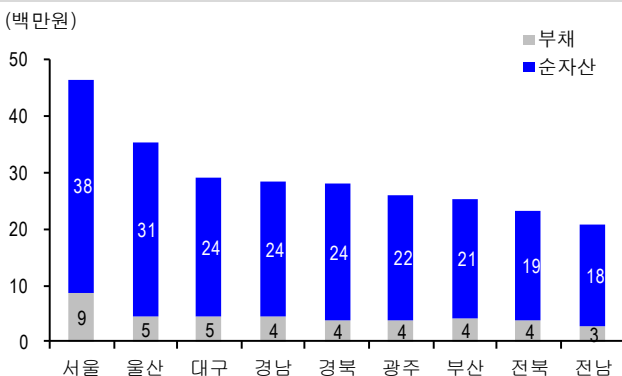
자료: 통계청, 신한금융투자

어음 부도율 (2014년 기준)



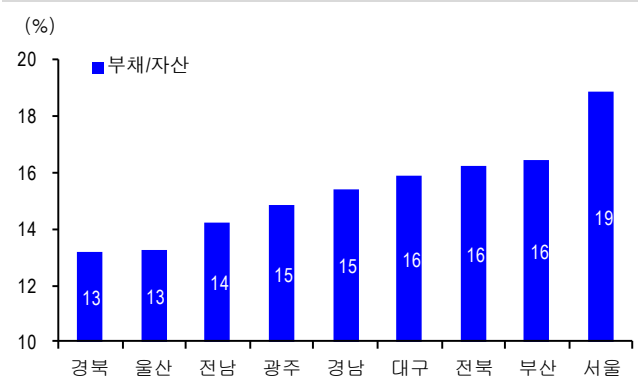
자료: 통계청, 신한금융투자

지역별 가계의 부채 및 순자산 현황 (2014년 기준)



자료: 통계청, 신한금융투자

지역별 가계의 자산 대비 부채 현황 (2014년 기준)



자료: 통계청, 신한금융투자

영업전망: M&A를 통한 영업 지역 확대

- 국내 대출 시장 점유율 경남권 13.5%, 경북권 6.8%, 호남권 5.3%
- JB금융은 광주은행 인수로 자산 확대와 더불어 46조원 규모의 전남과 광주로의 효율적 진출 가능
- BS금융은 높은 수준의 PMI(인수합병 후 통합 과정)를 실행하여 경남은행 인수 효과 극대화 추진

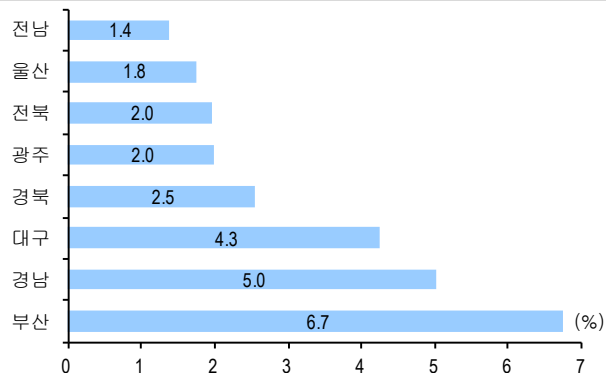
전국에서 대출 시장 규모는 경남권이 압도적

2014년말 기준 우리나라 예금은행의 대출 규모는 1,250조원이다. 이 중 부산 지역이 6.75%로 가장 많으며 경남 5%, 대구 4.3% 수준이다. 권역별로 경남권 13.5%, 경북권 6.8%, 호남권 5.3% 순이다. 공업 단지 발달과 부동산 시장 성장으로 부산 지역의 자금 수요가 가장 많다.

BS금융지주가 인수한 경남은행의 주요 거점은 경상남도와 울산지역이다. 2014년 경남/울산 지역의 원화 대출 성장률은 10.2%로 우리나라 명목 GDP 성장률의 2배 수준이다. 지난 3년 연평균 성장률은 10.7%다. 조선 업황이 부진해도 여전히 울산 기업들의 대출 수요는 증가하고 있다. 경남 지역에도 탄실한 알짜 중소기업들의 자금 수요는 크게 늘어나고 있다. 성장 측면에서 상당히 매력적인 시장이다.

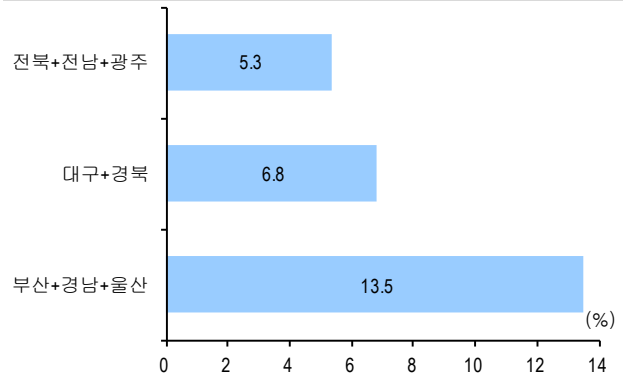
JB금융지주가 인수한 광주은행의 주요 거점은 전라남도와 광주지역이다. 2014년 전남/광주의 원화 대출 성장률은 7.4%로 경남/울산보다는 다소 낮다. 하지만 지난 3년 연평균 성장률은 8.6%로 서울 및 수도권과 비교하면 매우 높은 수준이다. 이 지역의 어음부도율도 2014년 0.37%까지 개선되면서 경남/울산 못지 않은 지역 경제 건전성을 갖추는 중이다.

2014년 예금은행 대출 시장 점유율 (전국 = 100%)



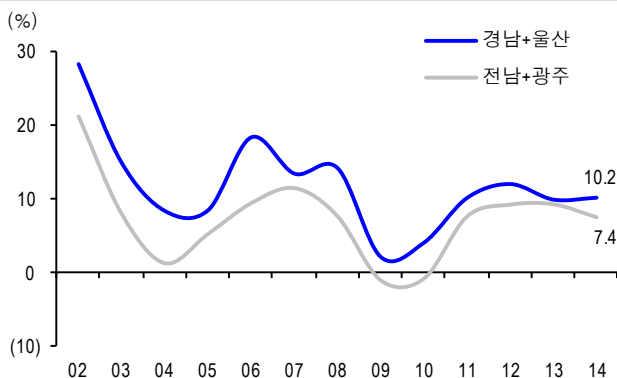
자료: 한국은행, 신한금융투자

2014년 예금은행 대출 시장 점유율



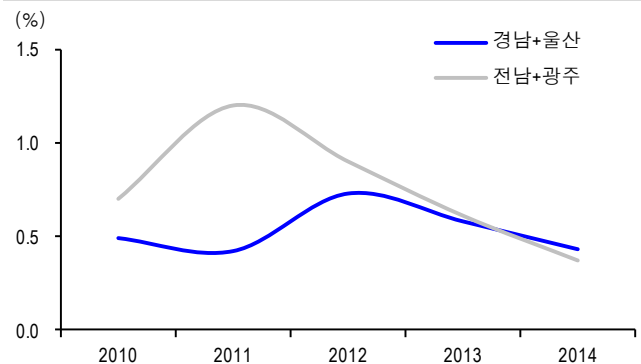
자료: 한국은행, 신한금융투자

신규 지역인 경남+울산 vs. 광주+전남의 원화 대출 시장 증가율



자료: 통계청, 신한금융투자

해당 지역의 어음 부도율



자료: 통계청, 신한금융투자

영업기반 확대 및 규모의 경제 달성이 목표

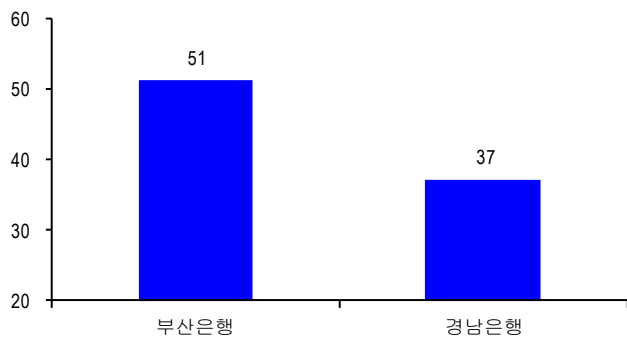
JB금융지주는 광주은행 인수를 통해 보다 효율적인 영업 지역 확대 가능

인접 지역 내의 지방 은행 인수라는 비슷한 형태의 M&A였지만 결과적으로는 조금 다르다. BS 금융지주는 부산은행보다 자산 규모가 작은 은행을 인수했고 반대로 JB금융지주는 전북은행보다 자산 규모가 큰 은행을 인수했다.

규모는 작지만 성장과 레버리지(자산/자본) 측면에서 전북은행이 우월하다. ROE와 ROA는 앞치락 뒤치락 하는 수준이지만 순이자마진(이하 NIM)은 전북이 조금 더 높다. 여러 펀더멘털 측면에서 광주은행이 더 우수하다고 말하기 어렵다. 그렇기 때문에 장부 가격보다 낮은 0.72배에 인수했으며 이는 합리적 선택이었다.

14년말 부산은행과 경남은행의 자산 현황

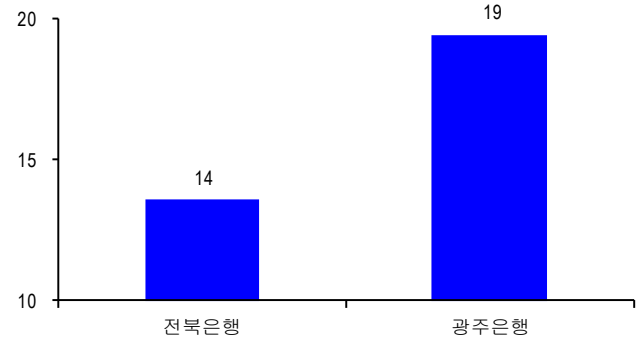
(조원)



자료: 각 사, 신한금융투자

14년말 전북은행과 광주은행의 자산 현황

(조원)



자료: 각 사, 신한금융투자

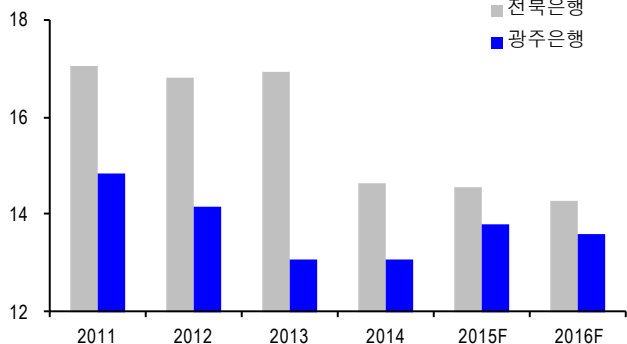
주요 지표 비교

(단위: 십억원, 배, %)	광주은행			전북은행		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
자산	18,040	18,626	18,873	11,961	13,587	12,370
자본	1,217	1,316	1,444	701	808	731
레버리지	14.8	14.2	13.1	17.1	16.8	16.9
대출 성장	12.7	9.5	7.9	25	11	16
ROE	6.8	8.0	4.3	9.3	6.7	3.5
ROA	0.47	0.55	0.31	0.50	0.40	0.22
NIM	2.97	2.68	2.44	3.0	2.8	2.5
NPL	1.48	1.33	1.5	0.96	1.38	1.64

자료: 각 사, 신한금융투자

레버리지(자산/자본) 추이 및 전망

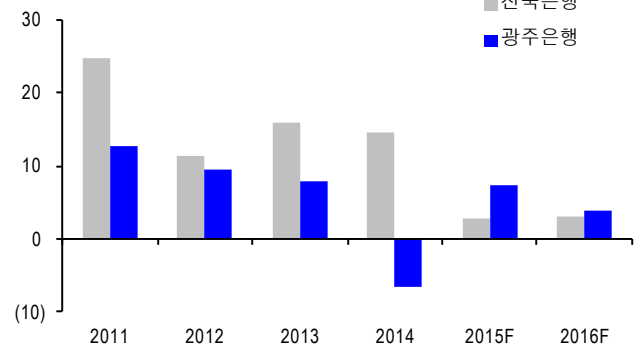
(배)



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

대출 성장률 추이 및 전망

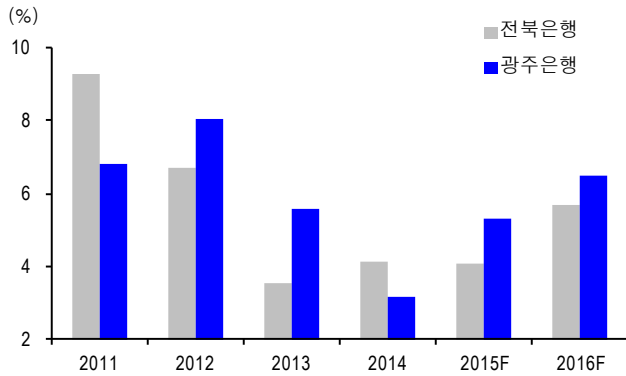
(%)



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

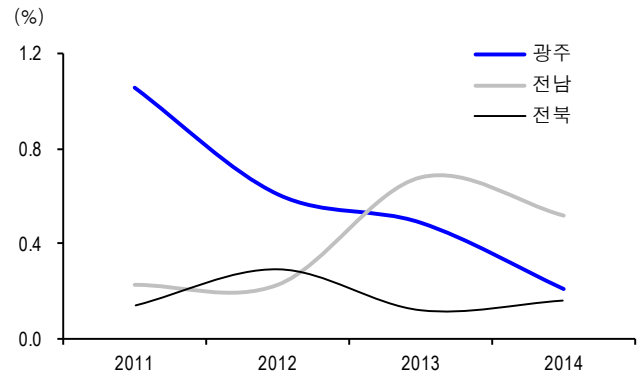
광주 및 전남 지역의 대출 시장 규모는 약 42조원이다. 전북 지역 25조원에 1.5배가 넘는 규모다. 광주은행은 여기서 24.4%의 시장 점유율을 보인다. 더군다나 광주/전남 지역에서 광주은행이 상징하는 브랜드 가치는 수치화하기 어려울 정도로 영향력이 크다. 지역 내 높은 고객 로열티를 통해 저원가성 수신의 적극 유치 노력은 저금리 시기에 마진 방어에 기여할 것이다. 광주은행 인수를 통해 JB금융지주의 총 자산은 기존 14조에서 35.5조원으로 증가한다.

ROE 추이 및 전망



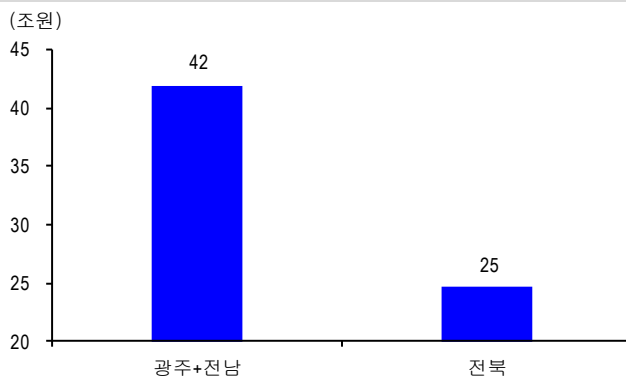
자료: 각 사, 신한금융투자 추정

지역별 여금 부도율



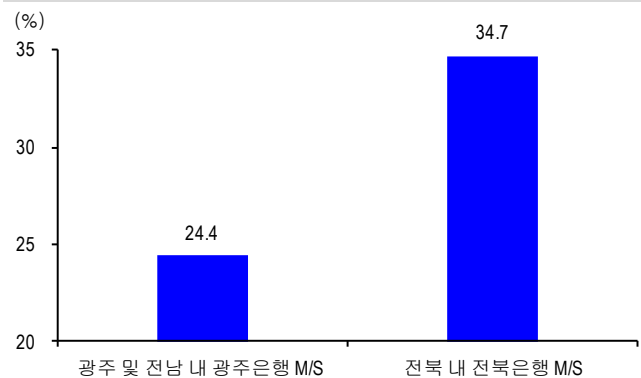
자료: 통계청, 신한금융투자

대출 시장 비교 (광주+전남 vs. 전북)



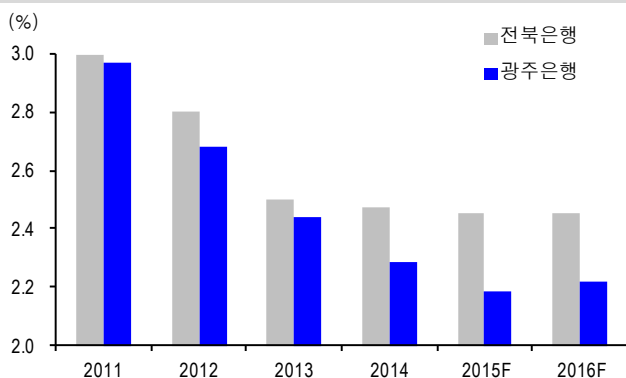
자료: 한국은행, 신한금융투자
주: 2014년 말 기준

광주 은행과 전북 은행의 여신 점유율



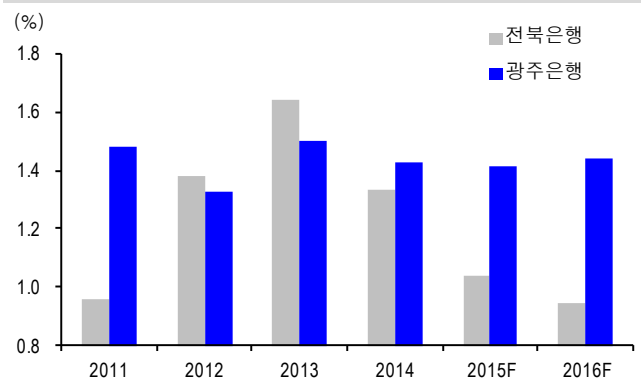
자료: 각 사, 신한금융투자
주: 2014년 말 기준

NIM 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

NPL 비율 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

최상의 PMI (인수 합병 이후
통합 과정) 시행 중

BS금융지주는 높은 수준의 PMI (인수 합병 이후 통합 과정)를 통해 시너지 극대화

지역적 기반을 바탕으로 높은 레버리지 전략을 추구해 온 경남은행의 유일한 단점은 대출 프라이싱(금리 전략)이 공격적이었다는 점이다. 지방은행은 일반적으로 시중은행보다 NIM이 높은데 이는 저원가상 수신 비중이 높기 때문이다. 경남은행은 그럼에도 다른 지방은행 대비 NIM이 많게는 40bp이상 낮았는데 이는 고성장 전략을 취하면서 나타난 마진 희생으로 해석된다.

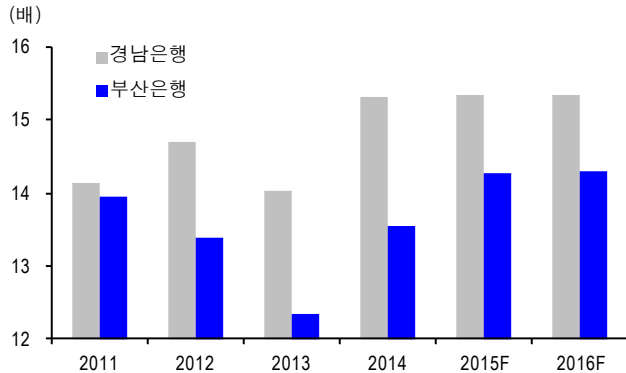
BS금융지주는 경남은행의 그 동안 미흡했던 금리 체계를 보완해주면서 동시에 기존의 경영권을 보장해주는 방식으로 훌륭한 파트너로 관계를 형성하고 있다. 더불어 경남은행의 독립성을 존중해주면서 지역 내 브랜드 가치를 유지하는 현명한 전략을 취하고 있다. 이는 경남은행 인수 시너지를 극대화하는 결과를 가져올 것이다.

주요 지표 비교

	부산은행			경남은행		
(단위: 십억원, 배, %)	2011	2012	2013	2011	2012	2013
자산	35,046	38,255	40,111	25,398	28,946	31,714
자본	2,742	2,999	3,479	1,798	1,968	2,260
레버리지	12.8	12.8	11.5	14.1	14.7	14.0
대출 성장	14.4	13.9	10.2	21.4	15.7	15.4
ROE	14.0	11.5	10.4	4.9	9.1	6.3
ROA	1.1	0.9	0.8	0.3	0.6	0.4
NIM	2.99	2.72	2.46	2.8	2.4	2.2
NPL	0.99	1.11	1.17	1.16	0.94	1.86

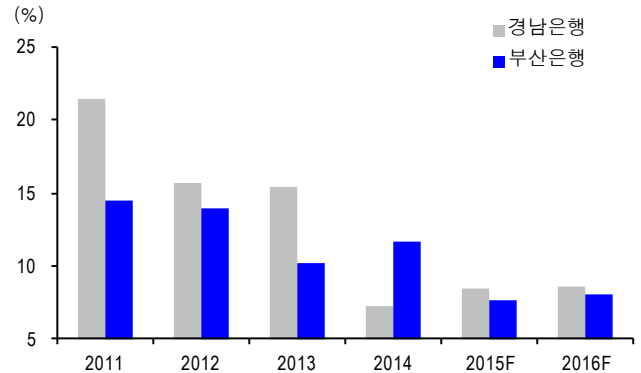
자료: 각 사, 신한금융투자

레버리지(자산/자본) 추이 및 전망



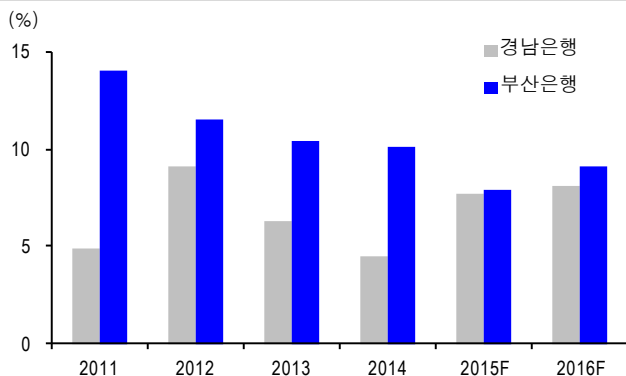
자료: 각 사, 신한금융투자 추정

대출 성장을 추이 및 전망



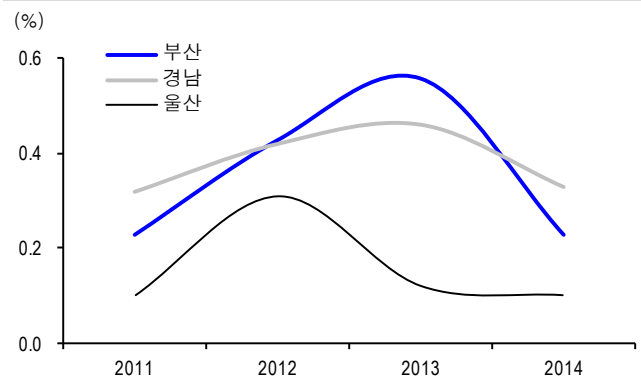
자료: 각 사, 신한금융투자 추정

ROE 추이 및 전망



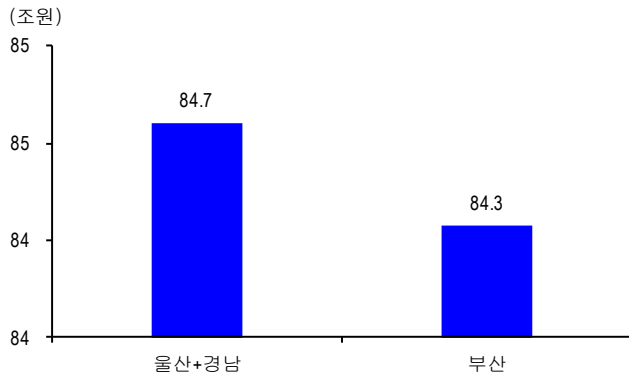
자료: 각 사, 신한금융투자 추정

지역별 어음 부도율 추이



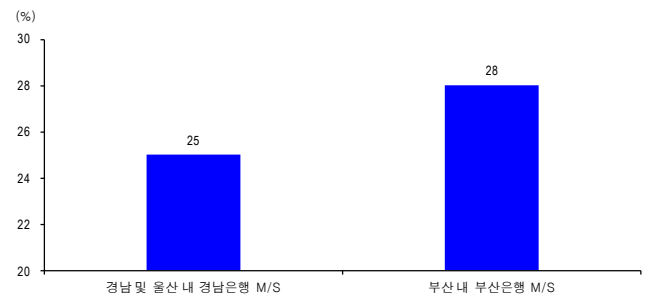
자료: 통계청, 신한금융투자

대출 시장 비교 (경남+울산 vs. 부산)



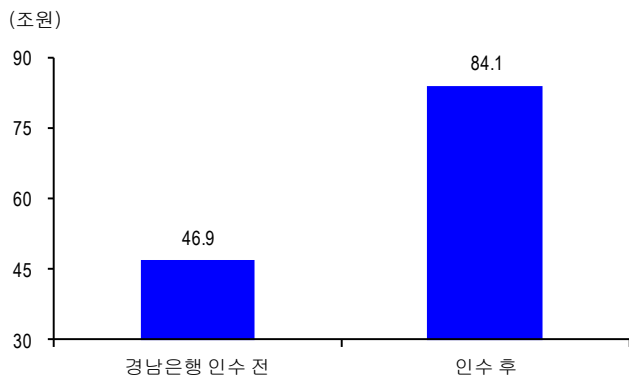
자료: 한국은행, 신한금융투자

경남 은행과 부산 은행의 여신 점유율



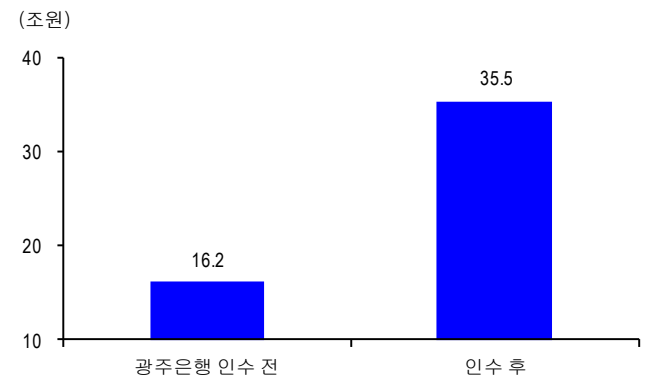
자료: 각 사, 신한금융투자

BS금융지주의 자산 증가



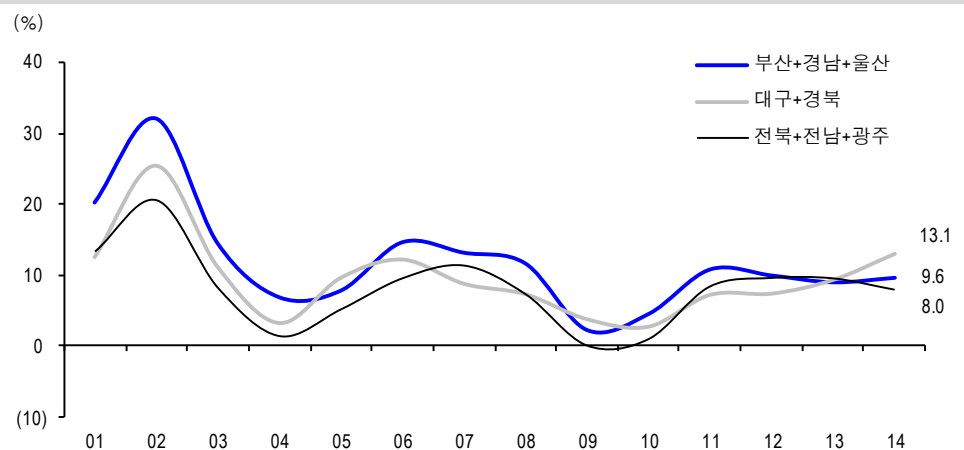
자료: 회사자료, 신한금융투자

JB금융지주의 자산 증가



자료: 회사자료, 신한금융투자

부산+경남+울산 vs. 전북+광주+전남 vs. 대구+경북 지역의 원화 대출 시장 증가율



자료: 한국은행, 신한금융투자

리스크 요인

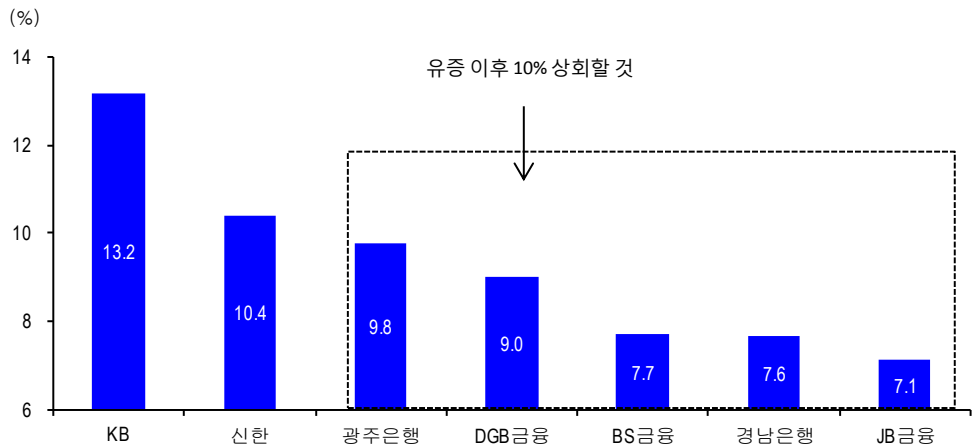
- 바젤 III 기준 보통주 자본 비율은 시중은행 대비 낮은 수준
- 2019년까지 보통주 자본 비율 9% 준수 필요
- 조건부 자본 발행을 통한 자본 확충 만이 주주가치 훼손을 최소화

자본비율 상대적 취약 - 조건부 자본 발행 필요

자본비율의 핵심 변수는 성장, 이익, 그리고 배당이다. 지방은행 혹은 지방 금융지주사들의 바젤 III 기준 보통주 자본 비율(CET1)은 시중은행대비 낮은 수준이다. 가이드라인 9%의 유예기간은 2019년까지이지만 느긋하게 기다릴 수 없는 상황이다. 특히 지방은행 특성상 위험가중 자산이 빠르게 늘어나는 점은 부담이다. 결국 주주 입장에서는 불확실한 점이 발생할 수 있다. 1) 성장을 대폭 줄이거나, 2) 배당을 대폭 줄이거나, 3) 유상증자를 시도하는 것인데 모두 투자자에게는 불이익을 준다.

결국 최상의 시나리오는 바젤 III에서 요구하는 조건부 자본을 발행하여 보통주 자본을 늘리는 것이다. 이는 그나마 주주입장에서는 가장 긍정적 시나리오다. 회사 입장에서는 일반 수신이나 회사채 조달 대비 기회비용 측면에서 다소 불리할 수 있다. 하지만 주주가치를 위해서 불가피한 선택이 될 것이다.

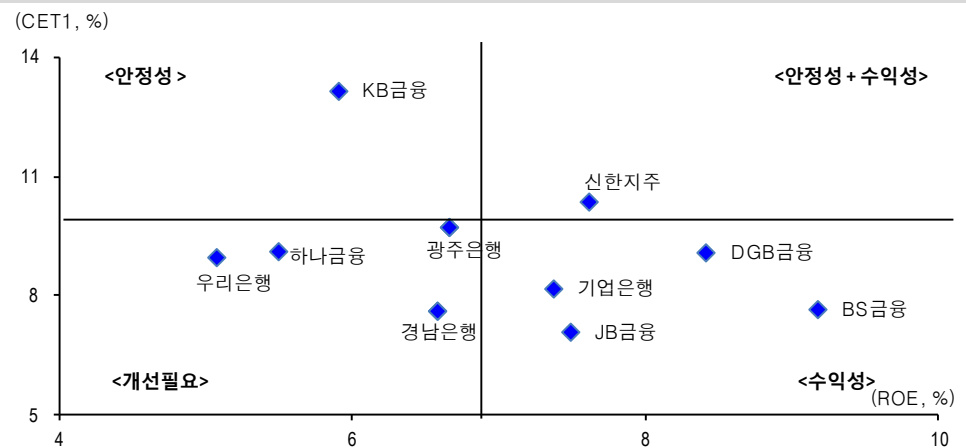
보통주 자본 비율(CET1) 현황



자료: 각 사, 신한금융투자

주: 2014년 말 기준

보통주 자본 비율(CET1) 및 ROE 매트릭스



자료: Bloomberg, 각 사, 신한금융투자

주: CET1은 2014년말 기준, ROE는 15년 컨센서스 기준

경남은행 (192520)

매수 (신규)

현재주가 (3월 26일) **9,420 원**
 목표주가 **12,700 원 (신규)**
 상승여력 **34.8%**

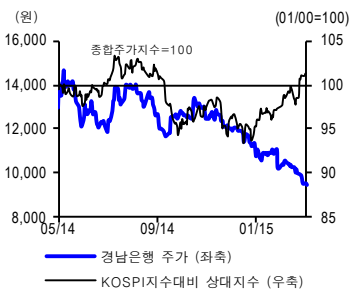
김수현

(02) 3772-1515

sh.kim@shinhan.com

KOSPI	2,022.56p
KOSDAQ	642.53p
시가총액	738.7 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	78.4 백만주
유동주식수	33.7 백만주(43.0%)
52 주 최고가/최저가	14,650 원/9,420 원
일평균 거래량 (60 일)	226,906 주
일평균 거래액 (60 일)	2,377 백만원
외국인 지분율	11.12%
주요주주	BS 금융지주 56.97%
	국민연금 6.27%
절대수익률	3 개월 -21.8%
	6 개월 -21.5%
	12 개월 0.0%
KOSPI 대비	3 개월 -24.7%
상대수익률	6 개월 -21.1%
	12 개월 0.0%

주가차트



정상회복 중

경남/울산 지역의 지배적 사업자

경남/울산 지역 여신 기준 시장 점유율 25%로 농협 다음으로 높다. 농협과의 대출군 차이를 감안하면 해당 지역의 기업 대출 시장에서 실제로 가장 높은 지배력을 가지고 있다. 매년 15% 이상의 대출 성장을 구가했으며 경상적 ROE는 과거 10%를 거뜬히 넘길 수 있는 기초 체력을 보유하고 있었다.

대손 비용을 하락과 대출 성장은 소폭 하회 전망

2013년 이전까지 ROE는 평균 10% 초중반을 유지했다. 대출 성장은 11~13년 15% 이상을 구가했으나 작년 BS금융지주로 편입을 앞두고 자산 클린화 등을 실시하면서 7.3%까지 성장이 둔화됐다. 이 과정에서 지난 2년간 자산 건전성 재분류가 진행됐고 대손 비용이 급증했다. 올해 대손 비용률은 전년 61bp에서 55bp로 개선될 전망이다. 성장률은 다소 공격적으로 전망했을 때 8.4%이며 적어도 7% 이상은 유지 가능하다.

15F 지배주주 순이익 1,560억원(+78.5% YoY), ROE 7.7%까지 회복 예상

높은 레버리지 전략으로 인한 마진 훼손이 불가피했다. 덕분에 NIM은 기타 지방은행 대비 평균 20~40bp 이상 낮았다. 그 동안 미흡했던 금리 체계를 재점검하여 대출 금리 상향 조정이 점진적으로 이뤄질 수 있다. 여기에 강점인 지역 밀착 경영으로 인한 건전성 관리도 향후 더욱 강화될 전망이다. 기준금리 인하에 따른 연간 NIM 하락 폭은 4bp로 예상된다. 연간 순이자마진은 11bp 하락이 예상되나 성장 재개와 대손률 개선이 상쇄할 전망이다. 판관비율도 전년 54.5%에서 50.1%로 낮아질 전망이다.

투자의견 '매수', 목표주가 12,700원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 12,700원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015년 예상 BPS 26,834원에 목표 P/B 0.47배를 적용했다. 목표 P/B는 15년 예상 ROE 7.7%, 자기 자본 비용률 14%, 영구 성장률 2%를 기반으로 산출했다. 현재 P/B 0.35로 과도하게 주가가 하락한 수준이다. 다만 장기적 리스크 요인은 BS금융지주의 잔여지분 42% 인수 과정(피인수)에서 어떠한 방식으로든 소액주주의 이익이 우선되지 않을 수 있다는 점이다.

12월 결산	순이자이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	당기순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)	BIS비율 (%)	NPL비율 (%)
2012	688.3	238.8	180.7	97	31,922	0.0	0.00	0.7	12.5	0.0	13.3	0.9
2013	695.5	160.0	130.2	(643)	33,499	0.0	0.00	0.4	8.1	0.0	13.7	1.9
2014	640.3	122.1	87.6	1,118	24,838	10.6	0.48	0.3	4.5	0.0	12.8	1.8
2015F	725.2	209.4	156.4	1,995	26,834	4.7	0.35	0.5	7.7	2.0	12.2	1.4
2016F	793.4	238.7	177.7	2,267	29,101	4.2	0.32	0.5	8.1	2.3	12.2	1.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

기준 금리 인하 25bp 영향

(단위: 십억원)	3개월 이하	3개월~6개월	6개월~1년 이하	연간 영향
경남은행 금리감응갭	3,135	1,904	(1,064)	
금리 인하 폭 (%)	(0.25)	(0.25)	(0.25)	
적용기간 (개월)	10.5	7.5	3	
적용기간 가중치	0.88	0.63	0.25	
세전이익 영향	(6.9)	(3.0)	0.7	(9.2)
세전이익 감소 폭 (%)				(2.3)
NIM 영향	-3bp	-1bp	0bp	-4bp

자료: 신한금융투자 추정

주: 2014년 말 기준

경남은행 보통주 자본 비율(CET1) 민감도

(단위: 십억원)	금액	
FY14 보통주 자본	1,626	
FY14 위험가중자산	21,251	
FY14 보통주 자본 비율	7.65	
FY15F 순이익	156	
FY15F 예상배당	16	
FY15F 예상 보통주 자본	1,766	
RWA 증가율	FY 15F 보통주 자본 비율 (%)	증감폭 (%p)
1%	8.23	0.58
2%	8.15	0.50
3%	8.07	0.42
4%	7.99	0.34
5%	7.91	0.27
6%	7.84	0.19
7%	7.77	0.12
8%	7.69	0.05
9%	7.62	(0.03)
10%	7.55	(0.09)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

경남은행 적정주가 산출

2015F ROE (%)	(a)	7.7
COE (%)	(b)	14.1
성장률 (%)	(c)	2.0
Target P/B (x)	(d=[a-c]/[b-c])	0.47
할증/할인 (%)		0.0
조정 Target P/B (x)	(e)	0.47
2015F BPS (원)	(f)	26,834
목표주가	(g=e*f)	12,700
상승 여력 (%)		34.8%

자료: 신한금융투자

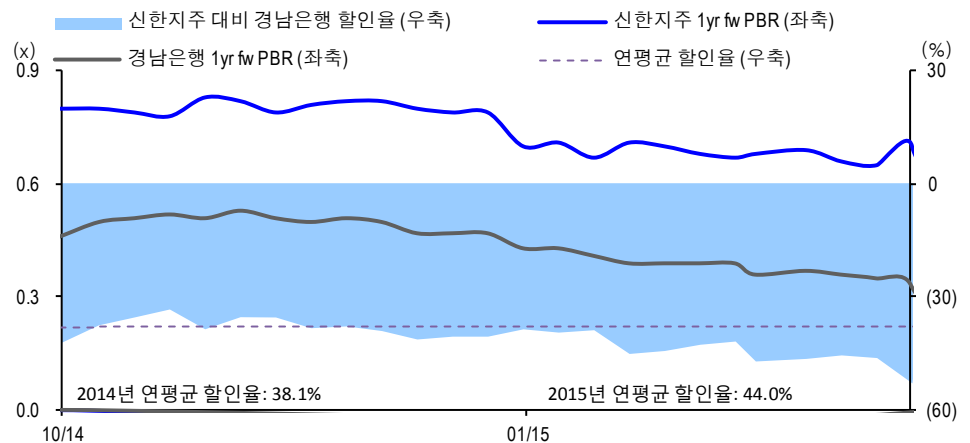
주: 3월 24일 종가 기준

분기별 영업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	증감률(% , %p)
총영업수익	146.6	119.4	184.6	162.3	171.1	179.8	190.5	181.5	613.0	723.0	17.9
이자이익	171.7	119.5	175.6	173.5	177.1	179.7	182.2	186.2	640.3	725.2	13.3
이자외이익	(25.1)	(0.1)	9.1	(11.2)	(5.9)	0.1	8.3	(4.7)	(27.3)	(2.2)	(91.9)
핵심이익 (이자이익+수수료이익)	182.7	127.1	184.9	179.8	184.5	188.3	192.1	197.4	674.5	762.3	13.0
판관비	81.3	53.7	85.3	113.5	82.1	89.6	91.5	98.7	333.8	361.9	8.4
충전영업이익	65.3	65.8	99.3	48.8	89.0	90.2	99.1	82.8	279.2	361.1	29.3
대손충당금	27.6	47.2	47.2	35.0	34.2	32.7	36.5	48.2	157.0	151.7	(3.4)
영업이익	37.7	18.6	52.1	13.8	54.8	57.5	62.6	34.6	122.1	209.4	71.4
세전순이익	37.5	15.5	51.5	12.0	54.6	57.3	62.3	34.3	116.6	208.6	78.9
지배주주순이익	30.0	10.8	38.2	8.7	41.5	42.8	46.3	25.8	87.6	156.4	78.5
ROE	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	4.5	7.7	71.5
NIM	2.37	2.29	2.29	2.18	2.18	2.18	2.18	2.20	2.01	1.90	(5.5)
Credit Cost	0.7	0.9	0.9	0.4	1.0	0.7	0.9	0.9	0.6	0.5	(10.0)
고정이자여신	2.0	1.5	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4	1.8	1.4	(21.4)

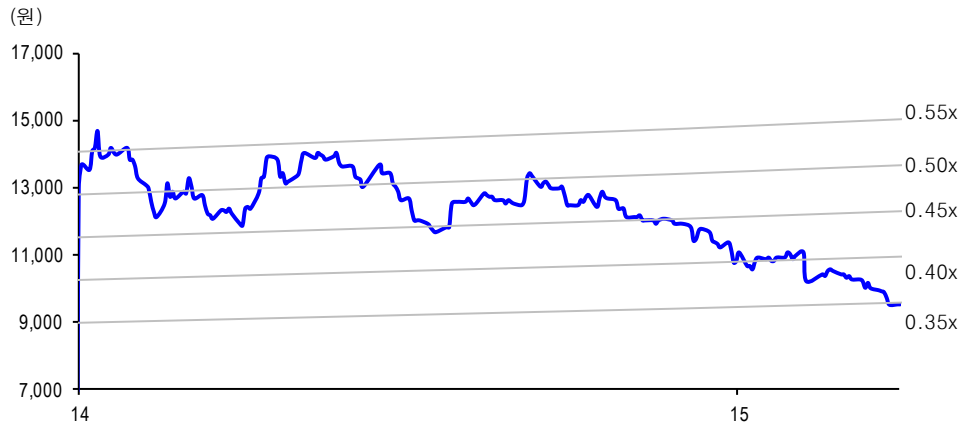
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

신한지주 대비 할인율 추이



자료: Quantiwise, 신한금융투자

1yr fwd PBR 밴드 차트



자료: Quantiwise, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014	2015F	2016F
현금및예치금	1,328.0	1,238.5	911.2	944.4	978.9
유가증권	4,692.7	4,601.3	4,356.4	4,515.3	4,680.1
대출채권	21,848.4	24,840.5	27,036.2	29,308.7	31,835.0
유형자산	247.3	272.9	220.7	229.6	238.9
기타자산	829.0	761.1	330.4	343.8	357.7
자산총계	28,945.4	31,714.2	32,854.7	35,341.8	38,090.6
예수금	20,767.9	23,773.2	25,147.2	27,261.0	29,610.8
차입금	3,345.6	2,731.2	2,598.3	2,693.1	2,791.4
사채	1,346.0	1,446.0	1,565.0	1,622.2	1,681.3
기타부채	1,516.8	1,503.5	1,397.4	1,462.4	1,526.2
부채총계	26,976.3	29,453.9	30,708.0	33,038.6	35,609.7
자본금	290.3	290.3	392.1	392.1	392.1
신종자본증권	116.0	315.7	199.7	199.7	199.7
자본잉여금	95.5	95.5	1,102.0	1,102.0	1,102.0
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	40.1	36.7	48.7	48.7	48.7
이익잉여금	1,427.3	1,522.1	404.2	560.7	738.4
소수주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,969.1	2,260.3	2,146.8	2,303.2	2,480.9

안정성 및 성장 지표

12월 결산 (%)	2012	2013	2014	2015F	2016F
안정성 (은행)					
대손상각비율	0.6	0.8	0.6	0.5	0.6
고정이하여신비율	0.9	1.9	1.8	1.4	1.3
요주의이하여신비율	2.2	2.4	2.4	1.9	1.9
Coverage Ratio	181.3	100.4	97.0	114.9	101.3
BIS비율	13.3	13.7	12.8	12.2	12.2
Tier1	8.7	9.7	8.6	8.5	8.4
성장률 (은행)					
대출성장률	15.7	15.6	7.3	8.4	8.6
총자산성장률	(1.3)	6.8	16.3	14.2	9.6
총수신성장률	14.5	14.5	5.8	8.4	8.6
핵심이익성장률	0.1	1.5	(9.0)	13.0	10.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 2010년 이전은 K-GAAP, 2011년 이후는 IFRS 기준

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014	2015F	2016F
이자수익	1,392.7	1,367.9	1,230.1	1,378.7	1,498.2
이자비용	704.4	672.4	589.8	653.5	704.8
순이자이익	688.3	695.5	640.3	725.2	793.4
수수료이익	42.4	46.0	34.2	37.1	51.4
기타비이자이익	(76.0)	(72.2)	(61.5)	(39.3)	(44.4)
총영업이익	654.6	669.4	613.0	723.0	800.5
일반관리비	292.7	327.7	333.8	361.9	395.0
총전영업이익	361.9	341.7	279.2	361.1	405.4
대손비용*	123.1	181.7	157.0	151.7	166.7
영업이익	238.8	160.0	122.1	209.4	238.7
영업외손익	(11.2)	(7.9)	(5.6)	(0.8)	(0.9)
법인세차감전순이익	227.6	152.1	116.6	208.6	237.8
법인세	46.9	21.9	26.2	52.2	60.1
총이익	180.7	130.2	90.4	156.4	177.7
소수주주지분순이익	0.0	0.0	2.7	0.0	0.0
지배회사지분순이익	180.7	130.2	87.6	156.4	177.7

수익성 및 주가지표

12월 결산	2012	2013	2014	2015F	2016F
수익성 (%)					
NIM	2.43	2.19	2.01	1.90	1.94
ROA	0.7	0.4	0.3	0.5	0.5
ROE	12.5	8.1	4.5	7.7	8.1
총전 ROE	25.0	21.1	14.3	17.8	18.5
Cost Income Ratio	44.7	49.0	54.5	50.1	49.4
주가지표 (원, 배, %)					
BPS	31,922	33,499	24,838	26,834	29,101
EPS	97	(643)	1,118	1,995	2,267
DPS	409	0	0	200	227
PBR	0.00	0.00	0.48	0.35	0.32
PER	0.0	0.0	10.6	4.7	4.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	2.0	2.3
배당성향	13.2	0.0	0.0	10.0	10.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 2010년 이전은 K-GAAP, 2011년 이후는 IFRS 기준

* 2010년 이전 실적은 대손상각비, 2011년 이후 추정치는 금융자산손상차손

BS 금융지주 (138930)

매수 (유지)

현재주가 (3월 26일) **15,250 원**
 목표주가 **19,000 원 (유지)**
 상승여력 **24.6%**

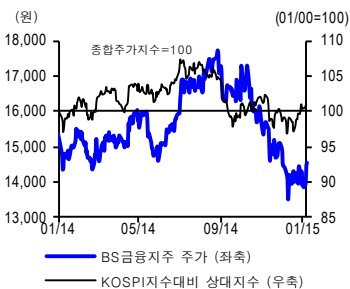
김수현

(02) 3772-1515

sh.kim@shinhan.com

KOSPI	2,022.56p
KOSDAQ	642.53p
시가총액	3,574.3 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	234.4 백만주
유동주식수	195.1 백만주(83.2%)
52 주 최고가/최저가	17,750 원/13,500 원
일평균 거래량 (60 일)	607,405 주
일평균 거래액 (60 일)	8,773 백만원
외국인 자본율	52.43%
주요주주	롯데장학재단 외 8 인 13.12%
	국민연금 11.62%
절대수익률	3 개월 1.0%
	6 개월 -10.8%
	12 개월 3.1%
KOSPI 대비	3 개월 -2.7%
상대수익률	6 개월 -10.4%
	12 개월 0.1%

주가차트



진정한 대형 금융지주사로 재탄생

자산 84조원의 대형 금융지주사로 도약

경남은행 인수로 자산 규모가 47조원에서 84조원으로 증가했다. 부산은행, 경남은행, 캐피탈, 증권 및 저축은행을 갖춘 명실 상부한 중대형 금융지주사로 재도약했다. 은행의 영업 기반은 경남과 울산으로 확대된다. 부산은행의 경남/울산 내 시장 점유율은 지난 수년간 6~7%를 벗어나지 못했다. 경남은행의 공격적인 영업 방식과 보이지 않은 지역간의 장벽 때문이었다. 경남 지역에서의 금리 경쟁도 치열했다. 경남은행 인수는 이러한 문제점들을 한번에 해소시킬 전망이다.

2015년은 경남은행 정상화의 첫 걸음

편입되기 전 대규모 자산 클린화를 실시한 경남은행의 지배주주 순이익은 전년 대비 78.5% 증가할 전망이다. 대손 비용률이 61bp에서 55bp로 개선되고 동시에 대출 성장이 8%대를 회복할 것으로 보이기 때문이다. 그 동안 미흡했던 금리 체계 개선 작업은 점진적으로 효과를 발휘할 전망이다. 기존의 경남지역에서 치열했던 경쟁도 완화되면서 부산은행의 마진 훼손도 완화될 전망이다.

15F 지배주주 순이익 4,590억원(+26.9% YoY), ROE 9.4% 전망

15F 지배주주 순이익은 전년 대비 26.9% 증가한 4,590억원이 예상된다. 이는 작년 경남은행 인수 후 발생한 여가매수 차익이 4,479억원을 제외하고 비교한 수치다. 현재 보통주 자본 비율은 7.69%로 최근 유상증자를 실시한 DGB금융지주 보다 2%p 이상 낮을 것이다. 따라서 성장 조절이 필요해보인다. 성장보다는 내실 위주의 수익성 경영에 치중할 가능성이 높다. 그룹 대출 성장은 7.5%로 다소 보수적으로 전망한다.

투자의견 '매수', 목표주가 19,000원 유지

투자의견 '매수', 목표주가 19,000원을 유지한다. 목표주가는 2015년 BPS 21,300원에 목표 P/B 0.9배를 적용했다. 목표 P/B는 15년 예상 ROE 9.4%, 자기자본 비용률 10.2% 및 영구 성장을 2.0%를 기반으로 산출했다. 현재 주가는 15년 예상 PBR(주가 순자산 비율) 기준 0.7배, PER(주가 수익비율) 기준 7.8배로 상당히 저평가된 수준이다.

12월 결산	순이자이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	당기순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)	BIS비율 (%)	NPL비율 (%)
2012	1,139.7	488.0	361.1	1,867	16,833	7.1	0.78	0.9	11.6	2.5	14.9	1.1
2013	1,154.5	412.7	304.5	1,575	18,621	10.2	0.86	0.7	8.9	1.8	14.6	1.2
2014	1,427.2	941.1	809.8	3,455	20,333	4.2	1.40	1.0	17.0	1.4	11.9	1.4
2015F	2,025.4	727.8	459.1	1,959	21,313	7.8	0.72	0.5	9.4	1.3	12.5	1.2
2016F	2,187.9	827.2	493.4	2,105	23,067	7.2	0.66	0.5	9.5	2.1	12.9	1.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자

기준 금리 인하 25bp 영향				
(단위: 십억원)	3개월 이하	3개월~6개월	6개월~1년 이하	연간 영향
BS금융지주 금리감응갭	8,299	4,786	(7,780)	
금리 인하 폭 (%)	(0.25)	(0.25)	(0.25)	
적용기간 (개월)	10.5	7.5	3	
적용기간 가중치	0.88	0.63	0.25	
세전이익 영향	(18.2)	(7.5)	4.9	(20.8)
세전이익 감소 폭 (%)				(2.9)
NIM 영향	-3bp	-1bp	+1bp	-4bp

자료: 신한금융투자 추정

주: 2014년 말 기준

BS금융지주 보통주 자본 비율(CET1) 민감도		
(단위: 십억원)		금액
FY14 보통주 자본		4,736
FY14 위험가중자산		61,614
FY14 보통주 자본 비율		7.69
FY15F 순이익		459
FY15F 예상배당		46
FY15F 예상 보통주 자본		5,149
RWA 증가율	FY 15F 보통주 자본 비율 (%)	증감폭 (%p)
1%	8.27	0.59
2%	8.19	0.51
3%	8.11	0.43
4%	8.04	0.35
5%	7.96	0.27
6%	7.88	0.20
7%	7.81	0.12
8%	7.74	0.05
9%	7.67	(0.02)
10%	7.60	(0.09)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2014년 말 이중레버리지 비율		
(단위: 십억원, %)	금액	비고
종속기업투자 (a)	4,460	
자본총계 (b)	3,551	
이중레버리지 비율 (a/b)	126	1등급 기준 120% 이하

자료: 각 사, 신한금융투자

2014년 말 부채비율		
(단위: 십억원, %)	금액	비고
부채총계 (a)	989	
자본총계 (b)	3,551	
부채비율 (a/b)	28	1등급 기준 30% 이하

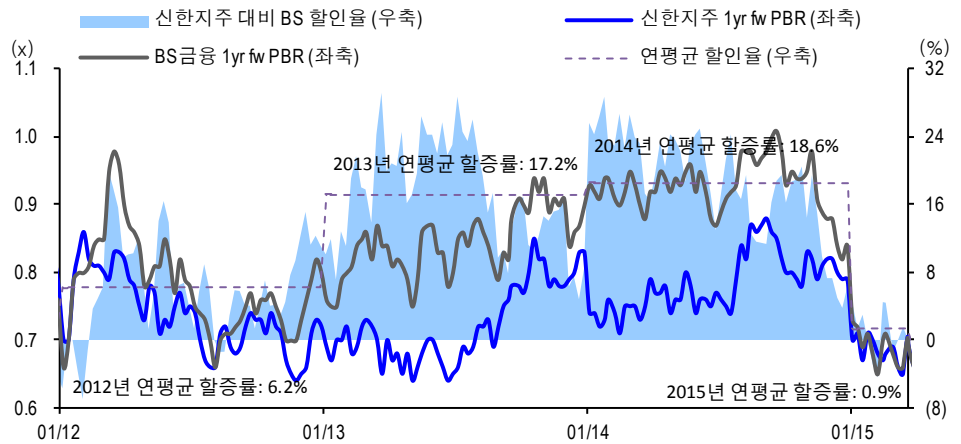
자료: 각 사, 신한금융투자

분기별 영업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	증감률(% , %p)
총영업수익	331.2	345.8	351.2	931.5	514.2	535.9	558.6	543.1	1,959.7	2,107.0	7.5
이자이익	307.8	310.8	317.7	490.9	493.3	501.1	510.4	520.6	1,427.2	2,025.4	41.9
이자외이익	23.4	34.9	33.5	440.6	20.9	34.8	48.1	22.5	532.4	81.7	(84.7)
핵심이익 (이자이익+수수료이익)	337.9	337.0	348.4	518.1	530.1	543.1	553.2	564.4	1,541.4	2,190.8	42.1
판관비	136.6	147.1	144.3	323.6	240.7	241.0	262.9	312.0	751.5	1,056.6	40.6
총전영업이익	194.6	198.7	207.0	607.9	273.5	294.9	295.6	231.0	1,208.2	1,095.1	(9.4)
대손충당금	59.7	63.6	49.5	94.3	83.6	83.8	88.1	111.7	267.0	367.3	37.6
영업이익	134.9	135.2	157.5	513.6	189.9	211.1	207.5	119.3	941.1	727.8	(22.7)
세전순이익	134.1	131.8	153.0	500.1	187.7	208.8	205.3	117.0	919.1	718.8	(21.8)
지배주주순이익	100.2	100.7	116.4	492.5	120.8	136.6	134.0	67.8	809.8	459.1	(43.3)
ROE	6.7	8.6	8.3	9.4	8.9	10.0	9.6	4.8	17.0	9.4	(7.6)
NIM	2.55	2.50	2.45	2.38	2.34	2.35	2.36	2.37	2.47	2.36	(0.1)
Credit Cost	4.3	3.1	3.2	0.6	1.1	2.4	2.6	1.4	11.7	7.5	(4.2)
고정이하여신	0.5	0.4	0.3	0.6	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5	0.1

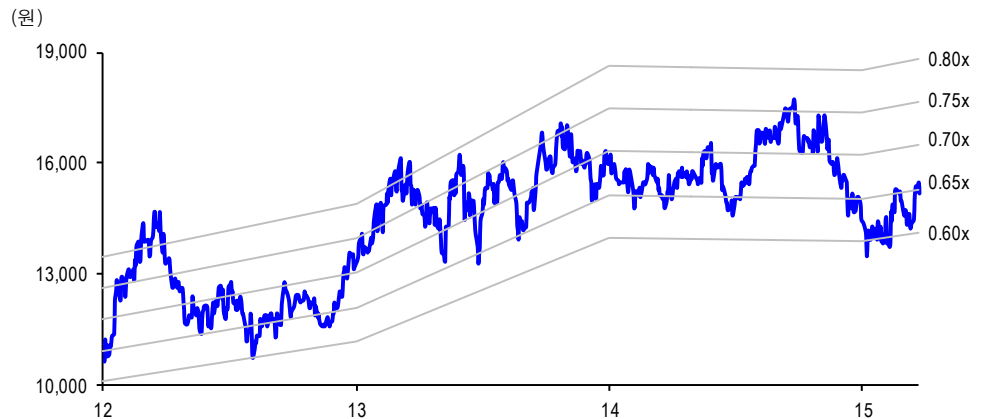
주: 회사 자료, 신한금융투자 추정

신한지주 대비 할인율 추이



자료: Quantiverse, 신한금융투자

1yr fwd PBR 밴드 차트



자료: Quantiverse, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014	2015F	2016F
현금및예치금	2,143.3	1,860.9	3,206.4	3,332.3	3,463.2
유가증권	7,750.1	7,833.8	12,226.4	12,697.2	13,178.6
대출채권	30,100.4	36,200.2	66,553.9	71,679.3	77,313.6
유형자산	416.4	508.7	793.4	826.5	861.0
기타자산	2,481.2	513.3	1,270.0	1,342.5	1,419.5
자산총계	42,891.4	46,916.9	84,050.1	89,877.8	96,236.0
예수금	28,345.7	31,058.9	59,906.5	64,691.1	70,028.2
차입금	4,428.2	4,391.1	6,664.3	6,934.5	7,216.8
사채	4,128.5	4,740.2	7,299.5	7,730.1	8,190.0
기타부채	2,733.9	3,125.8	4,715.8	4,828.4	4,696.4
부채총계	39,636.2	43,316.0	78,586.1	84,184.1	90,131.4
자본금	966.9	966.9	1,171.9	1,171.9	1,171.9
신종자본증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본잉여금	44.8	47.0	0.0	(134.9)	(134.9)
자본조정	0.0	0.0	353.7	353.7	353.7
기타포괄손익누계액	46.2	26.0	23.4	3.0	3.0
이익잉여금	2,197.3	2,461.1	3,216.7	3,601.8	4,012.7
소수주주지분	0.0	99.9	698.3	698.3	698.3
자본총계	3,255.2	3,600.9	5,463.9	5,693.7	6,104.6

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014	2015F	2016F
이자수익	2,152.4	2,117.6	2,495.8	3,564.6	3,847.1
이자비용	1,012.7	963.1	1,068.5	1,539.3	1,659.2
순이자이익	1,139.7	1,154.5	1,427.2	2,025.4	2,187.9
수수료이익	109.1	85.1	114.2	165.5	178.0
기타비이자이익	14.1	(20.8)	418.2	(39.1)	(44.2)
총영업이익	1,262.9	1,218.8	1,959.7	2,151.7	2,321.7
일반관리비	574.3	573.8	751.5	1,056.6	1,105.7
총전영업이익	688.6	645.0	1,208.2	1,095.1	1,216.0
대손비용*	200.6	232.3	267.0	367.3	388.8
영업이익	488.0	412.7	941.1	727.8	827.2
영업외손익	(9.1)	(9.9)	(22.1)	(8.9)	(9.4)
법인세차감전순이익	478.9	402.9	919.1	718.8	817.8
법인세	117.7	97.3	99.4	179.7	204.5
총이익	361.1	305.5	819.7	539.1	613.4
소수주주지분순이익	0.0	1.0	9.9	80.0	120.0
지배회사지분순이익	361.1	304.5	809.8	459.1	493.4

안정성 및 성장 지표

12월 결산 (%)	2012	2013	2014	2015F	2016F
안정성 (은행)					
대손상각비율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
고정이하여신비율	1.1	1.2	1.4	1.2	1.2
요주의이하여신비율	2.6	2.3	2.9	2.6	2.5
Coverage Ratio	134.2	125.1	111.1	88.7	57.3
BIS비율	14.9	14.6	11.9	12.5	12.9
Tier1	10.5	10.8	8.2	8.8	9.2
성장률 (은행)					
대출성장률	13.5	9.9	11.7	7.5	7.8
총자산성장률	9.0	9.4	79.1	6.9	7.1
총수신성장률	13.4	9.6	92.9	8.0	8.3
핵심이익성장률	11.4	(0.7)	24.4	42.1	8.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 2010년 이전은 K-GAAP, 2011년 이후는 IFRS 기준

수익성 및 주가지표

12월 결산	2012	2013	2014	2015F	2016F
수익성 (%)					
NIM	2.72	2.46	2.47	2.36	2.39
ROA	0.9	0.7	1.0	0.5	0.5
ROE	11.6	8.9	17.0	9.4	9.5
총전 ROE	22.2	18.8	44.2	19.6	20.6
Cost Income Ratio	45.5	47.1	38.3	49.1	47.6
주가지표 (원, 배, %)					
BPS	16,833	18,621	20,333	21,313	23,067
EPS	1,867	1,575	3,455	1,959	2,105
DPS	330	280	200	196	316
PBR	0.78	0.86	1.40	0.72	0.66
PER	7.1	10.2	4.2	7.8	7.2
배당수익률	2.5	1.8	1.4	1.3	2.2
배당성향	17.7	17.8	5.8	10.0	15.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 2010년 이전은 K-GAAP, 2011년 이후는 IFRS 기준

* 2010년 이전 실적은 대손상각비, 2011년 이후 추정치는 금융자산손상차손

JB 금융지주 (175330)

매수 (신규)

현재주가 (3월 26일) **6,140 원**
목표주가 8,000 원 (신규)
상승여력 30.3%

김수현

(02) 3772-1515

sh.kim@shinhan.com

KOSPI	2,022.56p
KOSDAQ	642.53p
시가총액	776.7 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	126.5 백만주
유동주식수	101.6 백만주(80.3%)
52 주 최고가/최저가	7,596 원/5,730 원
일평균 거래량 (60 일)	489,524 주
일평균 거래액 (60 일)	3,009 백만원
외국인 지분율	11.77%
주요주주	삼양바이오팜 외 3 인 11.07%
	브이아이피투자자문 9.42%
절대수익률	3 개월 1.2%
	6 개월 -14.5%
	12 개월 -8.6%
KOSPI 대비	3 개월 -2.6%
상대수익률	6 개월 -14.1%
	12 개월 -11.3%

주가차트



호남의 대표 금융 그룹

광주은행(56.97% 지분매입)을 품에 안고 영업 기반 확대

지역적 한계 극복을 위해 2012년부터 수도권 등 역외 진출에 힘을 쏟았다. 그 결과 12년부터 14년까지 총 14개의 점포를 수도권에 오픈했다. 수도권에서 주택담보 대출 및 전세 대출의 틈새 시장을 공략했다. 이러한 지역적 한계 극복 노력의 연장선이자 정점이 광주은행 인수다. 여신 기준 40조원 규모의 광주와 전남 시장에서 점유율 24%를 가지고 있는 명실 상부한 지역 내 대표 은행이다. 광주은행 인수를 통해 전북/전남/광주를 모두 아우르는 자산 35조원의 명실 상부한 호남 대표 금융그룹으로 자리매김했다.

2015년 지배주주 순이익 1,230억원(+200% YoY) 전망

작년 4분기 광주은행 인수에 따른 부의 영업권 관련 이익이 5,065억원 인식됐다. 이를 제거한 올해 지배주주 순이익 증가는 약 200%로 전망한다. 본격적으로 1분기부터 광주은행 실적이 인식되기 때문이다. 자산 클린화로 작년 -6.6% 역성장했던 광주은행의 성장이 올해는 7.2%까지 회복될 것이다. 15F 지배주주 순이익은 1,230억원이며 ROE 7.2%이다. 당사 예상치는 시장 컨센서스는 1,210억원 대비 소폭 높은 수준이다.

은행, 캐피탈, 자산 운용사로 포트폴리오 다변화 성공

전북은행, 광주은행, JB우리 캐피탈, JB자산 운용을 거느린 금융지주사로 탈바꿈했다. 총 자산 4.7조원의 JB 우리 캐피탈은 이번 광주은행 인수로 영업 지역이 확대된다. 전체 영업 자산의 67%가 담보력이 높은 신차 할부금융인 만큼 향후 건전성에 대한 우려가 높지 않다.

투자의견 '매수', 목표주가 8,000원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 8000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015년 예상 BPS 14,068원에 목표 P/B 0.6배를 적용했다. 목표 P/B는 올해 예상 ROE 7.2%에 자가지본 비용을 10.5%, 영구 성장률 2.0%를 기준으로 산출했다. 현재 주가 수준에서 PBR(주가 순자산 비율)은 0.44배이다. 15년 예상 EPS(주당 순이익) 대비 PER(주가 수익비율)은 6.3배이다. PBR과 PER 측면에서 상당히 저평가된 수준이다.

12월 결산	순이자이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	당기순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)	BIS비율 (%)	NPL비율 (%)
2012	418.6	93.5	64.8	989	13,473	4.3	0.33	0.5	8.0	2.3	12.6	1.4
2013	303.4	63.0	3.7	55	12,132	15.7	0.52	0.0	0.4	3.1	13.9	1.6
2014	565.3	81.6	549.0	4,340	13,188	1.4	0.46	2.1	32.9	1.6	13.3	1.4
2015F	931.9	203.4	123.5	976	14,068	6.3	0.44	0.3	7.2	1.6	14.5	1.2
2016F	1,008.8	295.1	195.3	1,543	15,445	4.0	0.40	0.5	10.5	3.8	14.9	1.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자

기준 금리 인하 25bp 영향

(단위: 십억원)	3개월 이하	3개월~6개월	6개월~1년 이하	연간 영향
JB금융지주 금리감응갭	3,652	713	(2,256)	
금리 인하 폭 (%)	(0.25)	(0.25)	(0.25)	
적용기간 (개월)	10.5	7.5	3	
적용기간 가중치	0.88	0.63	0.25	
세전이익 영향	(8.0)	(1.1)	1.4	(7.7)
세전이익 감소 폭 (%)				(3.9)
NIM 영향	-4bp	-1bp	+1bp	-4bp

자료: 신한금융투자 추정

주: 2014년 말 기준

JB금융지주 보통주 자본 비율(CET1) 민감도

(단위: 십억원)	금액	
FY14 보통주 자본	1,722	
FY14 위험가중자산	24,183	
FY14 보통주 자본 비율	7.12	
FY15F 순이익	123	
FY15F 예상배당	12	
FY15F 예상 보통주 자본	1,833	
RWA 증가율	FY 15F 보통주 자본 비율 (%)	증감폭 (%p)
1%	7.51	0.38
2%	7.43	0.31
3%	7.36	0.24
4%	7.29	0.17
5%	7.22	0.10
6%	7.15	0.03
7%	7.09	(0.04)
8%	7.02	(0.10)
9%	6.96	(0.17)
10%	6.89	(0.23)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2014년 말 이중레버리지 비율

(단위: 십억원, %)	금액	비고
종속기업투자 (a)	1,582	
자본총계 (b)	1,263	
이중레버리지 비율 (a/b)	125	1등급 기준 120% 이하

자료: 각 사, 신한금융투자

2014년 말 부채비율

(단위: 십억원, %)	금액	비고
부채총계 (a)	358	
자본총계 (b)	1,263	
부채비율 (a/b)	28	1등급 기준 30% 이하

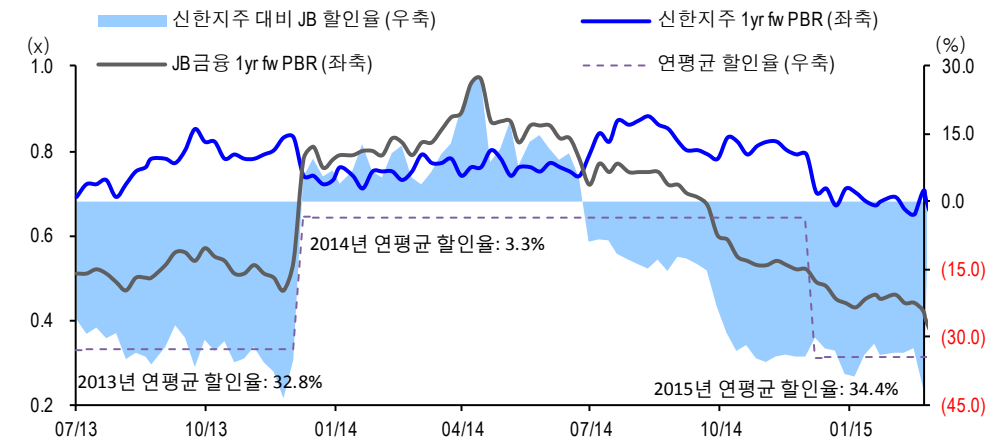
자료: 각 사, 신한금융투자

분기별 영업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	증감률(% , %p)
총영업수익	109.3	115.6	119.0	221.4	226.3	232.9	235.2	237.6	560.6	968.8	72.8
이자이익	109.3	115.6	119.0	221.4	226.3	232.9	235.2	237.6	565.3	931.9	64.9
이자외이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(4.7)	36.8	(891.7)
핵심이익 (이자이익+수수료이익)	110.5	118.1	118.9	220.2	227.6	235.9	238.3	240.8	567.6	942.6	66.1
판관비	63.2	55.7	65.2	154.3	110.1	116.3	119.5	154.5	338.5	500.5	47.9
충전영업이익	47.9	62.0	52.8	59.4	125.5	126.1	127.2	89.5	222.1	468.3	110.8
대손충당금	28.1	38.9	26.8	46.8	70.9	60.1	68.8	65.1	140.5	264.9	88.5
영업이익	19.8	23.1	26.0	12.7	54.7	66.0	58.3	24.4	81.6	203.4	149.3
세전순이익	19.4	22.9	25.3	512.0	53.7	65.0	57.3	23.4	579.6	199.3	(65.6)
지배주주순이익	12.7	16.4	16.3	503.7	32.7	42.9	37.5	10.4	549.0	123.5	(77.5)
ROE	(0.4)	(0.1)	(0.7)	3.9	3.9	2.9	2.6	4.0	32.9	7.2	(78.2)
NIM	2.43	2.47	2.46	2.50	2.46	2.45	2.45	2.45	2.47	2.45	(0.7)
Credit Cost	0.9	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8	0.6	1.1	79.2
고정이하여신	1.8	1.4	1.3	1.4	1.5	1.3	1.4	1.2	1.4	1.2	(10.0)

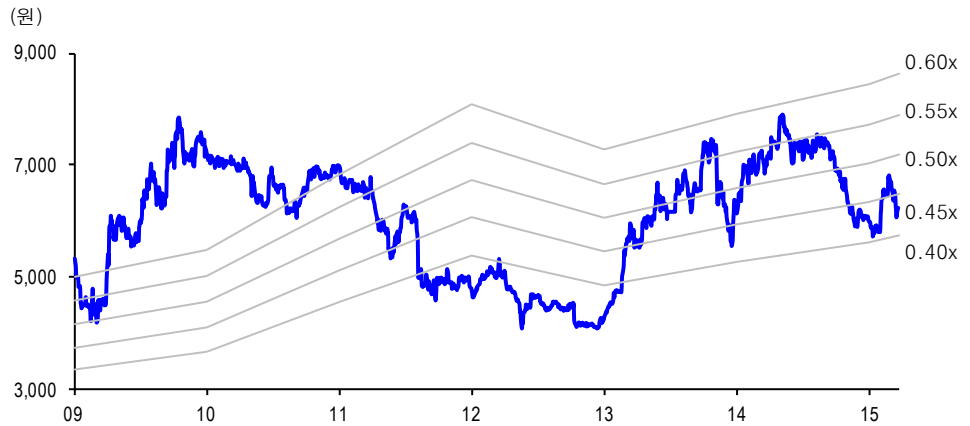
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

신한지주 대비 할인율 추이



자료: Quantwise, 신한금융투자

1yr fwd PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014	2015F	2016F
현금및예치금	821.1	754.9	1,514.4	2,274.6	2,370.7
유가증권	2,079.9	2,430.9	5,336.1	5,580.0	5,871.0
대출채권	10,130.2	8,945.5	26,885.1	29,006.3	30,482.3
유형자산	219.0	198.2	344.3	358.1	372.5
기타자산	412.0	234.6	1,427.6	1,523.9	1,627.3
자산총계	13,662.3	12,450.1	35,507.4	38,742.9	40,723.8
예수금	8,783.5	9,951.4	23,341.4	23,678.0	24,054.6
차입금	1,454.3	592.4	2,770.5	2,676.7	2,565.0
사채	2,080.0	710.1	5,923.8	6,329.1	6,764.8
기타부채	461.9	385.5	1,192.2	3,668.4	4,774.4
부채총계	12,779.7	11,639.4	33,228.0	36,352.2	38,158.9
자본금	334.1	334.1	632.5	632.5	632.5
신종자본증권	89.0	89.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	8.4	12.3	487.4	487.4	487.4
자본조정	(10.4)	0.0	(6.3)	(6.3)	(6.3)
기타포괄손익누계액	4.2	(7.9)	(11.6)	(11.6)	(11.6)
이익잉여금	396.6	383.2	566.3	677.5	851.7
소수주주지분	60.8	0.0	411.1	411.1	411.1
자본총계	882.7	810.7	2,279.4	2,390.7	2,564.9

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014	2015F	2016F
이자수익	808.6	584.3	1,065.5	1,656.8	1,747.7
이자비용	390.0	280.9	500.2	724.9	738.9
순이자이익	418.6	303.4	565.3	931.9	1,008.8
수수료이익	7.3	2.1	2.3	10.6	18.2
기타비이자이익	5.5	(4.1)	(7.0)	26.2	34.5
총영업이익	431.4	301.4	560.6	968.8	1,061.5
일반관리비	204.8	162.5	338.5	500.5	514.7
총전영업이익	226.6	138.9	222.1	468.3	546.8
대손비용*	133.1	76.0	140.5	264.9	251.7
영업이익	93.5	63.0	81.6	203.4	295.1
영업외손익	(2.7)	(6.5)	498.0	(4.1)	(4.1)
법인세차감전순이익	90.8	56.5	579.6	199.3	291.0
법인세	23.4	13.9	22.0	43.9	55.8
총이익	67.4	7.3	557.6	155.5	235.3
소수주주지분순이익	2.6	3.7	8.6	32.0	40.0
지배회사지분순이익	64.8	3.7	549.0	123.5	195.3

안정성 및 성장 지표

12월 결산 (%)	2012	2013	2014	2015F	2016F
안정성 (은행)					
대손상각비율	1.8	0.9	0.6	1.1	1.0
고정이하여신비율	1.4	1.6	1.4	1.2	1.2
요주의이하여신비율	2.2	2.6	2.3	2.1	2.2
Coverage Ratio	129.5	105.9	132.5	141.7	139.9
BIS비율	12.6	13.9	13.3	14.5	14.9
Tier1	8.8	9.3	9.2	10.4	10.9
성장률 (은행)					
대출성장률	10.9	14.0	14.6	5.2	3.4
총자산성장률	13.8	(8.9)	7.7	9.1	5.1
총수신성장률	7.6	13.3	7.9	1.4	1.6
핵심이익성장률	22.3	(28.3)	6.9	66.1	9.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 2010년 이전은 K-GAAP, 2011년 이후는 IFRS 기준

수익성 및 주가지표

12월 결산	2012	2013	2014	2015F	2016F
수익성 (%)					
NIM	2.80	2.50	2.47	2.45	2.45
ROA	0.5	0.0	2.1	0.3	0.5
ROE	8.0	0.4	32.9	7.2	10.5
총전 ROE	27.8	16.4	13.8	20.1	22.1
Cost Income Ratio	47.5	53.9	60.4	51.7	48.5
주가지표 (원, 배, %)					
BPS	13,473	12,132	13,188	14,068	15,445
EPS	989	55	4,340	976	1,543
DPS	98	200	100	98	232
PBR	0.33	0.52	0.46	0.44	0.40
PER	4.3	15.7	1.4	6.3	4.0
배당수익률	2.3	3.1	1.6	1.6	3.7
배당성향	9.9	16.4	0.0	10.0	15.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 2010년 이전은 K-GAAP, 2011년 이후는 IFRS 기준

* 2010년 이전 실적은 대손상각비, 2011년 이후 추정치는 금융자산손상차손

DGB 금융지주 (139130)

매수 (유지)

현재주가 (3월 26일) **12,200 원**
 목표주가 **15,000 원 (유지)**
 상승여력 **23.0%**

김수현

(02) 3772-1515

sh.kim@shinhan.com

KOSPI	2,022.56p
KOSDAQ	642.53p
시가총액	2,062.4 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	169.1 백만주
유동주식수	156.2 백만주(92.4%)
52 주 최고가/최저가	17,451 원/10,600 원
일평균 거래량 (60 일)	491,770 주
일평균 거래액 (60 일)	5,584 백만원
외국인 자본율	72.20%
주요주주	삼성생명보험 6.95%
	Aberdeen Asset 6.66%
	Manangement Asia Limited 외 2 인
절대수익률	3 개월 1.7%
	6 개월 -23.3%
	12 개월 -16.2%
KOSPI 대비	3 개월 -2.1%
상대수익률	6 개월 -23.0%
	12 개월 -18.6%

주가차트



자기자본이익률 대비 현저히 저평가

높은 지배력에 대한 재평가가 필요한 시점

원화 대출 기준 대구/경북 지역에서의 시장 점유율은 30%를 넘어선다. 이는 부산 은행의 지역 내 M/S 20%대를 압도한다. 경북 지역만 놓고 봐도 M/S는 20.1%로 부산은행의 기존 경남지역 M/S 6%를 크게 넘어선다. 원화 예수금 기준으로도 높은 고객 로열티를 보여 준다. 대구은행의 원화 예수금 M/S는 42.6%로 부산은행 31.6%보다 우월하다. 경북을 대표하는 지방은행이 없는 영향도 있겠으나 어쨌든 1조원이 넘는 자금을 투입해 경남은행을 인수한 부산은행과 비교해서도 실속있는 부분이다.

FY15 지배주주 순이익 2,810억원(+22.3% YoY), ROE 8.8% 전망

작년 유상 증자를 통해 총 3,154억원을 조달했다. 이중 683억원을 아비바생명 인수 자금에 지급했고 1분기 중 대구은행 2,000억원을 증자할 계획이다. 나머지 자금은 캐피탈 증자에 사용한다.

지역 내 양호한 부동산 경기와 중소기업 건전성에 힘입어 올해도 10% 내외의 안정적 성장이 예상된다. 1분기에 만기되는 1,500억원의 8%대 고금리 후순위채는 마진 관리에 긍정적 영향을 미칠 것이다. 작년 4분기 명예퇴직 인원을 90명까지 대폭(관련 비용 276억원) 늘려 올해는 부담이 경감될 전망이다. FY15 지배주주 순이익은 2,810억원, ROE(자기자본 이익률)는 8.8%로 전망한다.

투자의견 '매수', 목표주가 15,000원 유지

최근 경남은행 인수에 성공한 BS금융을 높게 평가하지만 DGB금융의 지역 내 높은 지배력에 대해서도 재평가가 필요한 시점이다. 은행이 충분한 프랜차이즈 밸류를 보여주고 있는 만큼 당장 비은행으로의 무리한 확장도 필요해 보이지 않는다. 회사 측의 순이익 가이드스 대비 매우 보수적으로 추정해도 ROE는 8% 중반을 충분히 넘길 수 있다. 그럼에도 불구하고 유상증자 때의 주가 급락으로 현재 주가는 PBR 0.59x에서 거래되는 매우 비정상적 수준에 있다. 목표주가는 2015년 예상 BPS 20,556원에 목표 P/B 0.74배를 적용했다. 목표 P/B는 15년 예상 ROE 8.8%, 자기자본 비용을 11.1%, 영구 성장률 2.0%를 기반으로 산출했다.

12월 결산	순이자이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	당기순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)	BIS비율 (%)	NPL비율 (%)
2012	922.3	364.5	273.4	2,040	18,883	7.1	0.77	0.8	11.3	2.3	14.6	1.0
2013	941.0	339.0	238.4	1,778	20,208	9.3	0.82	0.7	9.1	1.7	15.2	1.0
2014	1,021.9	323.9	229.7	1,714	21,797	7.1	0.56	0.6	8.2	2.6	13.2	1.2
2015F	1,077.8	403.1	281.1	1,663	20,556	7.3	0.59	0.7	8.8	2.5	13.4	1.0
2016F	1,193.8	468.6	329.3	1,948	22,504	6.3	0.54	0.7	9.0	3.2	13.8	1.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자

기준 금리 인하 25bp 영향				
(단위: 십억원)	3개월 이하	3개월~6개월	6개월~1년 이하	연간 영향
DGB금융 금리감응액	4,272	303	(1,879)	
금리 인하 폭 (%)	(0.25)	(0.25)	(0.25)	
적용기간 (개월)	10.5	7.5	3	
적용기간 가중치	0.88	0.63	0.25	
세전이익 영향	(9.3)	(0.5)	1.2	(8.6)
세전이익 감소 폭 (%)				(2.2)
NIM 영향	-3bp	0bp	0bp	-3bp

자료: 신한금융투자 추정

주: 2014년 말 기준

DGB금융 보통주 자본 비율(CET1) 민감도		
(단위: 십억원)		금액
FY14 보통주 자본		2,608
FY14 위험가중자산		28,912
FY14 보통주 자본 비율		9.02
FY15F 순이익		281
FY15F 예상배당		51
FY15F 예상 보통주 자본		3,153
RWA 증가율	FY 15F 보통주 자본 비율 (%)	증감폭 (%p)
1%	10.80	1.78
2%	10.69	1.67
3%	10.59	1.57
4%	10.49	1.47
5%	10.39	1.37
6%	10.29	1.27
7%	10.19	1.17
8%	10.10	1.08
9%	10.01	0.99
10%	9.91	0.89

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 유상증자 3,153억원 이후

2014년 말 이중레버리지 비율		
(단위: 십억원, %)	금액	비고
종속기업투자 (a)	2,221	
자본총계 (b)	2,162	
이중레버리지 비율 (a/b)	103	1등급 기준 120% 이하

자료: 각 사, 신한금융투자

2014년 말 부채비율		
(단위: 십억원, %)	금액	비고
부채총계 (a)	469	
자본총계 (b)	2,162	
부채비율 (a/b)	22	1등급 기준 30% 이하

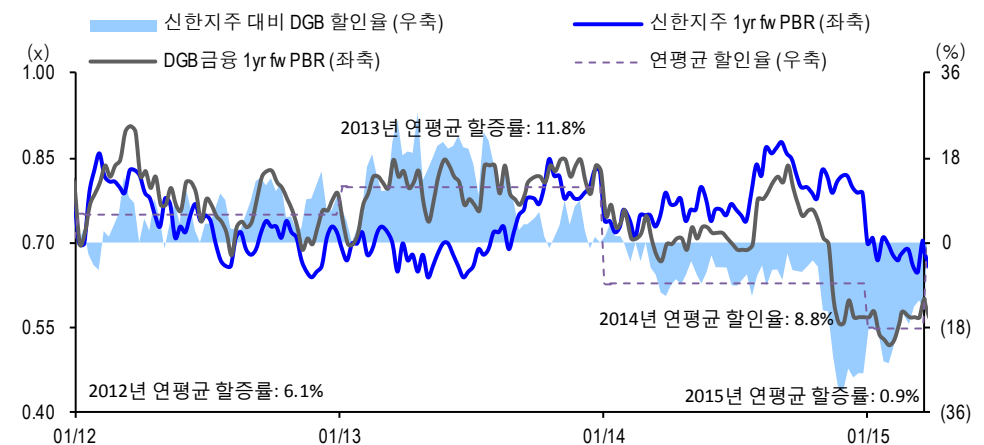
자료: 각 사, 신한금융투자

분기별 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	증감률(% , %p)
총영업수익	277.6	295.6	297.4	287.0	289.8	305.5	312.3	320.9	1,072.1	1,166.5	8.8
이자이익	246.6	257.7	259.6	258.0	259.2	264.6	271.8	282.1	1,021.9	1,077.8	5.5
이자외이익	31.0	37.9	37.8	29.1	30.6	40.9	40.4	38.8	50.2	88.7	76.6
핵심이익 (이자이익+수수료이익)	263.2	275.1	276.1	274.6	276.8	285.6	295.3	307.9	1,089.0	1,165.6	7.0
판관비	114.4	126.7	123.3	179.7	119.2	135.7	130.9	189.5	544.0	575.3	5.8
충전영업이익	143.8	152.4	150.9	81.0	155.6	154.8	165.3	115.4	557.9	528.5	(5.3)
대손충당금	68.2	52.0	47.6	36.3	60.7	34.1	55.7	37.5	140.8	163.9	16.4
영업이익	75.6	100.4	103.2	44.7	94.9	120.7	109.6	77.9	323.9	403.1	24.4
세전순이익	75.2	99.4	101.9	40.7	93.9	119.7	108.5	76.8	317.2	398.8	25.7
지배주주순이익	53.7	72.4	74.8	28.9	66.0	85.0	76.8	53.3	229.7	281.1	22.3
ROE	7.9	8.5	7.9	7.9	7.8	7.6	7.5	8.1	8.2	8.8	0.6
NIM	2.60	2.61	2.52	2.44	2.44	2.45	2.47	2.50	2.54	2.47	(0.1)
Credit Cost	0.7	0.6	0.6	0.5	0.8	0.4	0.7	0.5	0.7	0.6	(0.1)
고정이하여신	1.2	1.3	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.0	(0.2)

주: 회사 자료, 신한금융투자 추정

신한지주 대비 할인율 추이



자료: Quantiwise, 신한금융투자

1yr fwd PBR 밴드 차트



자료: Quantiwise, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014	2015F	2016F
현금및예치금	1,184.0	1,496.9	1,760.2	2,201.3	2,210.1
유가증권	6,863.1	7,408.9	7,378.3	7,407.9	7,437.5
대출채권	25,887.5	28,134.1	31,304.1	34,440.7	37,545.8
유형자산	311.4	317.9	336.0	349.7	363.9
기타자산	216.7	220.1	231.0	240.4	250.2
자산총계	34,462.7	37,577.8	41,009.7	44,639.9	47,807.5
예수금	24,762.7	26,784.4	30,747.0	33,827.8	36,877.6
차입금	2,899.8	2,728.2	2,796.6	2,898.6	3,004.4
사채	2,415.7	2,763.3	2,849.4	2,953.4	3,061.1
기타부채	1,853.1	2,303.4	1,405.2	1,195.5	770.4
부채총계	31,931.3	34,579.3	37,798.2	40,875.3	43,713.5
자본금	670.3	670.3	670.3	845.3	845.3
신종자본증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본잉여금	1,423.5	1,423.5	1,423.5	1,563.5	1,563.5
자본조정	0.0	(0.7)	(0.7)	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	11.9	(3.7)	17.1	24.0	24.0
이익잉여금	425.6	619.6	811.8	1,042.3	1,371.6
소수주주지분	0.0	289.6	289.6	289.6	289.6
자본총계	2,531.4	2,998.5	3,211.5	3,764.6	4,093.9

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014	2015F	2016F
이자수익	1,707.1	1,682.2	1,711.3	1,814.0	1,993.2
이자비용	784.8	741.2	689.4	736.3	799.4
순이자이익	922.3	941.0	1,021.9	1,077.8	1,193.8
수수료이익	73.1	73.1	67.1	87.8	132.0
기타비이자이익	26.5	(12.3)	(16.9)	0.9	(13.1)
총영업이익	1,021.9	1,001.7	1,072.1	1,166.5	1,312.7
일반관리비	493.4	507.9	544.0	575.3	634.9
충전영업이익	528.5	493.8	528.1	591.2	677.8
대손비용*	163.9	154.8	204.2	188.1	209.2
영업이익	364.5	339.0	323.9	403.1	468.6
영업외손익	(2.4)	(9.6)	(6.7)	(4.3)	(4.6)
법인세차감전순이익	362.2	329.4	317.2	398.8	464.0
법인세	88.7	84.8	73.4	103.7	120.6
총이익	273.4	244.6	243.8	295.1	343.4
소수주주지분순이익	0.0	6.3	14.1	14.1	14.1
지배회사지분순이익	273.4	238.4	229.7	281.1	329.3

안정성 및 성장 지표

12월 결산 (%)	2012	2013	2014	2015F	2016F
안정성 (은행)					
대손상각비율	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
고정이하여신비율	1.0	1.0	1.2	1.0	1.1
요주의이하여신비율	2.2	2.2	2.4	2.1	2.2
Coverage Ratio	141.8	135.6	120.4	104.4	96.6
BIS비율	14.6	15.2	13.2	13.4	13.8
Tier1	10.9	11.6	10.1	10.6	11.0
성장률 (은행)					
대출성장률	8.5	10.5	15.6	10.0	9.0
총자산성장률	10.1	9.0	9.1	8.9	7.1
총수신성장률	12.8	8.2	14.8	10.0	9.0
핵심이익성장률	(2.7)	1.9	7.4	7.0	13.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 2010년 이전은 K-GAAP, 2011년 이후는 IFRS 기준

수익성 및 주가지표

12월 결산	2012	2013	2014	2015F	2016F
수익성 (%)					
NIM	2.78	2.54	2.54	2.47	2.53
ROA	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
ROE	11.3	9.1	8.2	8.8	9.0
충전 ROE	21.9	18.8	18.8	18.5	18.6
Cost Income Ratio	48.3	50.7	50.7	49.3	48.4
주가지표 (원, 배, %)					
BPS	18,883	20,208	21,797	20,556	22,504
EPS	2,040	1,778	1,714	1,663	1,948
DPS	330	280	320	299	390
PBR	0.77	0.82	0.56	0.59	0.54
PER	7.1	9.3	7.1	7.3	6.3
배당수익률	2.3	1.7	2.6	2.5	3.2
배당성향	16.2	15.7	18.7	18.0	20.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 2010년 이전은 K-GAAP, 2011년 이후는 IFRS 기준

* 2010년 이전 실적은 대손상각비, 2011년 이후 추정치는 금융자산손상차손

광주은행 (192530)

매수 (신규)

현재주가 (3월 26일) **8,190 원**
 목표주가 **10,000 원 (신규)**
 상승여력 **22.1%**

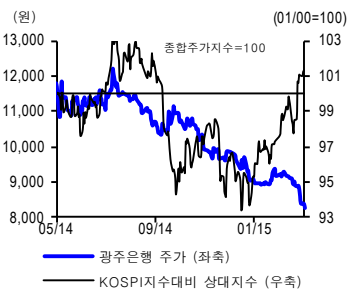
김수현

(02) 3772-1515

sh.kim@shinhan.com

KOSPI	2,022.56p
KOSDAQ	642.53p
시가총액	420.3 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	51.3 백만주
유동주식수	22.1 백만주(43.0%)
52 주 최고가/최저가	12,200 원/8,190 원
일평균 거래량 (60 일)	73,337 주
일평균 거래액 (60 일)	656 백만원
외국인 지분율	7.30%
주요주주	JB 금융지주 56.97%
	신한비엔피파리바자산운용 6.60%
절대수익률	3개월 -16.6%
	6개월 -21.3%
	12개월 0.0%
KOSPI 대비	3개월 -19.7%
상대수익률	6개월 -20.9%
	12개월 0.0%

주가차트



경남기업에 대한 익스포저가 아쉽다

전남/ 광주에서 높은 지배력을 가지고 있는 대표 은행

호남권의 시중은행 공략이 상당히 어렵다. 작년 광주은행 매각 과정에서 일부 시중은행들이 관심을 보인 것도 아마 이러한 맥락일 것이다. 전남/광주의 원화 대출 시장은 약 40조 원으로 전북의 1.5배 수준이다. 여기서 광주은행은 24.4%를 점유한다. 지역 내 브랜드가 의미하는 힘은 경남은행과 맞먹을 정도이다.

경남기업 익스포저는 대출 326억원, 출자전환 주식 44억원

경남기업에 대한 대출 익스포저는 326억원이다. 이 중 담보가 48억원과 기적립 총당금 47억원을 제외한 순 익스포저는 약 231억원이다. 이 부분에 대해서 1분기 80% 이상의 총당금 적립이 필요할 것으로 보여 약 185억원 이상의 대손 총당금 전입이 예상된다. 여기에 출자 전환 주식으로 보유하고 있는 44억원도 전액 감액손실이 불가피할 전망이다. 총 229억원 이상의 경남기업 관련 비용이 발생하며 이는 올해 예상 세전이익에 900억에 약 25% 해당하는 대규모다.

15F 지배주주 순이익 670억원(+69.6% YoY), ROE 5.3% 예상

작년 -6.6% 역신장의 부진을 보인 대출 성장은 올해 7%대로 회복할 전망이다. 경남기업 영향으로 대손비용률은 작년 70bp에서 올해 86bp 이상으로 증가할 전망이다. 그럼에도 실적 개선이 예상되는 이유는 대규모 판관비 집행이 있었던 작년과 달리 올해 비용 절감이 예상되기 때문이다. 판관비율은 전년 61.3%에서 올해 55.5%까지 하락할 전망이다. 보통주 자본 비율이 9.76%로 DGB금융지주를 제외하고 지방은행 중에서 가장 높다. 따라서 향후 성장에 대한 부담은 크게 없을 전망이다.

투자의견 '매수', 목표주가 10,000원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 10,000원으로 커버리지 개시한다. 목표주가는 2015년 예상 BPS 25,388원에 목표 P/B 0.4배를 적용했다. 목표 P/B는 15년 예상 ROE 5.3%, 자기 자본비용률 10.2%, 영구 성장률 2.0%를 기반으로 산출했다. 장기적 리스크는 JB금융지주의 잔여지분 매입 과정에서 발생할 수 있는 여러 할인 요인이 있을 수 있다.

12월 결산	순이자이익 (십억원)	영업이익 (십억원)	당기순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)	BIS비율 (%)	NPL비율 (%)
2012	493.0	184.8	136.8	411	24,882	0.0	0.00	0.7	13.6	0.0	14.3	1.3
2013	457.0	81.7	61.0	(60)	25,709	0.0	0.00	0.3	5.6	0.0	13.1	1.5
2014	384.9	59.2	39.7	775	24,206	12.4	0.40	0.2	3.2	0.0	14.7	1.4
2015F	450.6	90.6	67.4	1,313	25,388	6.2	0.32	0.4	5.3	1.6	14.3	1.4
2016F	489.9	116.1	86.4	1,684	26,769	4.9	0.31	0.4	6.5	3.7	14.4	1.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자

기준 금리 인하 25bp 영향

(단위: 십억원)	3개월 이하	3개월~6개월	6개월~1년 이하	연간 영향
광주은행 금리감응액	3,336	824	(1,505)	
금리 인하 폭 (%)	(0.25)	(0.25)	(0.25)	
적용기간 (개월)	10.5	7.5	3	
적용기간 가중치	0.88	0.63	0.25	
세전이익 영향	(7.3)	(1.3)	0.9	(7.6)
세전이익 감소 폭 (%)				(1.9)
NIM 영향	-6bp	-1bp	+1bp	-7bp

자료: 신한금융투자 추정

주: 2014년 말 기준

광주은행 보통주 자본 비율(CET1) 민감도

(단위: 십억원)	금액	
FY14 보통주 자본	1,091	
FY14 위험가중자산	11,179	
FY14 보통주 자본 비율	9.76	
FY15F 순이익	67	
FY15F 예상배당	7	
FY15F 예상 보통주 자본	1,151	
RWA 증가율	FY 15F 보통주 자본 비율 (%)	증감폭 (%p)
1%	10.20	0.44
2%	10.10	0.34
3%	10.00	0.24
4%	9.90	0.15
5%	9.81	0.05
6%	9.72	(0.04)
7%	9.63	(0.13)
8%	9.54	(0.22)
9%	9.45	(0.31)
10%	9.36	(0.39)

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

광주은행 적정주가 산출

2015F ROE (%)	(a)	5.3
COE (%)	(b)	10.2
성장률 (%)	(c)	2.0
Target P/B (x)	(d=[a-c]/[b-c])	0.40
할증/할인 (%)		0.0
조정 Target P/B (x)	(e)	0.40
2015F BPS (원)	(f)	25,388
목표주가	(g=e*f)	10,000
상승 여력 (%)		19.3%

자료: 신한금융투자

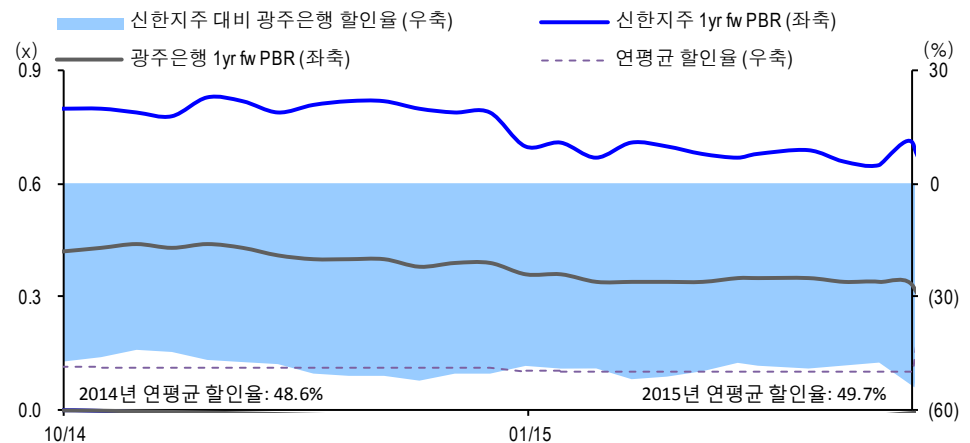
주: 3월 24일 증가 기준

분기별 영업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	증감률(% , %p)
총영업수익	108.3	83.1	100.3	96.4	105.1	113.9	116.4	119.0	388.1	454.4	17.1
이자이익	110.4	71.8	104.4	98.3	105.2	112.6	115.1	117.7	384.9	450.6	17.1
이자외이익	(2.1)	11.3	(4.2)	(1.8)	(0.2)	1.3	1.3	1.3	3.2	3.8	19.0
핵심이익 (이자이익+수수료이익)	114.3	73.0	108.6	95.7	105.1	113.9	116.4	119.0	391.6	454.4	16.0
판매비	56.9	38.1	63.5	79.3	52.5	54.8	58.8	86.2	237.8	252.2	6.0
충전영업이익	51.4	45.1	36.8	17.1	52.6	59.2	57.6	32.9	150.3	202.2	34.5
대손충당금	23.5	29.3	27.2	11.1	32.6	21.3	28.8	28.9	91.1	111.6	22.5
영업이익	27.8	15.8	9.6	6.0	20.0	37.8	28.8	4.0	59.2	90.6	53.0
세전순이익	27.1	15.8	9.7	5.5	19.8	37.6	28.6	3.8	58.2	89.8	54.4
지배주주순이익	21.4	10.8	6.8	0.7	14.8	28.2	21.5	2.8	39.7	67.4	69.6
ROE	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	3.2	5.3	67.4
NIM	2.37	2.29	2.29	2.18	2.18	2.18	2.18	2.20	2.28	2.19	(4.3)
Credit Cost	0.7	0.9	0.9	0.4	1.0	0.7	0.9	0.9	0.7	0.9	23.4
고정이자여신	2.0	1.5	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	(1.1)

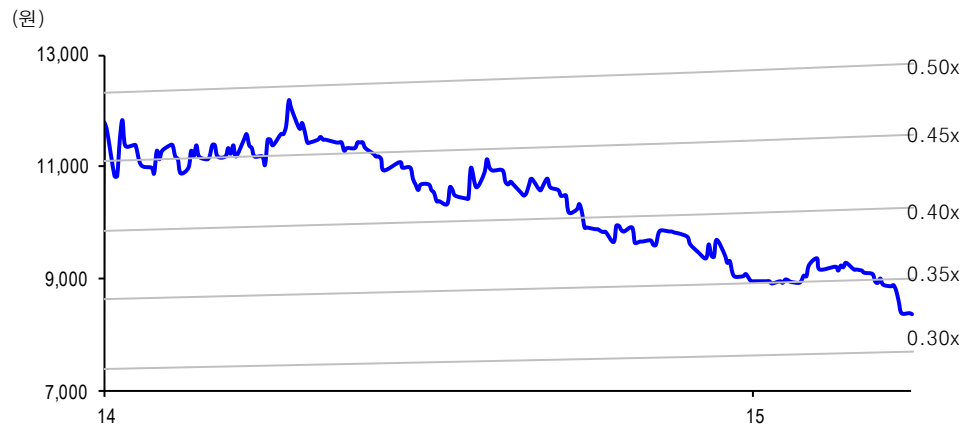
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

신한지주 대비 할인율 추이



자료: Quantwise, 신한금융투자

1yr fwd PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014	2015F	2016F
현금및예치금	1,496.5	1,190.7	181.3	873.0	904.9
유가증권	3,529.0	3,428.7	3,165.8	3,281.3	3,401.1
대출채권	13,045.5	13,633.8	13,750.3	14,740.6	15,289.3
유형자산	193.9	197.3	165.8	172.6	179.6
기타자산	361.1	422.5	84.6	88.0	91.6
자산총계	18,626.1	18,873.0	17,347.9	19,155.6	19,866.5
예수금	13,049.4	13,531.2	12,675.3	12,726.0	12,777.0
차입금	2,599.7	2,128.5	1,760.2	1,824.5	1,891.0
사채	896.4	894.2	996.3	1,032.7	1,070.4
기타부채	764.1	874.8	587.7	2,183.3	2,668.2
부채총계	17,309.6	17,428.7	16,019.5	17,766.5	18,406.6
자본금	247.1	247.1	256.6	256.6	256.6
신종자본증권	87.0	173.9	86.9	86.9	86.9
자본잉여금	84.6	84.6	784.9	784.9	784.9
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	8.0	14.9	12.3	12.3	12.3
이익잉여금	889.9	923.9	187.7	248.4	319.2
소수주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,316.5	1,444.3	1,328.4	1,389.1	1,459.9

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014	2015F	2016F
이자수익	980.1	873.8	706.1	769.5	811.9
이자비용	487.1	416.8	321.2	318.9	322.0
순이자이익	493.0	457.0	384.9	450.6	489.9
수수료이익	17.9	9.0	6.7	3.8	8.9
기타비이자이익	3.9	(28.2)	(3.5)	0.0	0.0
총영업이익	514.7	437.8	388.1	454.4	498.7
일반관리비	230.1	245.7	237.8	252.2	276.1
충전영업이익	284.7	192.1	150.3	202.2	222.7
대손비용*	99.9	110.3	91.1	111.6	106.6
영업이익	184.8	81.7	59.2	90.6	116.1
영업외손익	(7.0)	(8.4)	(1.1)	(0.8)	(0.9)
법인세차감전순이익	177.8	73.3	58.2	89.8	115.2
법인세	40.9	12.3	17.1	22.5	28.8
총이익	136.8	61.0	41.0	67.4	86.4
소수주주지분순이익	0.0	0.0	1.3	0.0	0.0
지배회사지분순이익	136.8	61.0	39.7	67.4	86.4

안정성 및 성장 지표

12월 결산 (%)	2012	2013	2014	2015F	2016F
안정성 (은행)					
대손상각비율	0.8	0.8	0.7	0.9	0.8
고정이하여신비율	1.3	1.5	1.4	1.4	1.4
요주의이하여신비율	2.7	2.6	2.5	2.5	2.5
Coverage Ratio	96.4	137.5	138.7	127.3	126.3
BIS비율	14.3	13.1	14.7	14.3	14.4
Tier1	9.7	9.1	9.8	9.6	9.6
성장률 (은행)					
대출성장률	9.5	7.9	(6.6)	7.2	3.7
총자산성장률	1.1	3.9	9.2	3.3	1.3
총수신성장률	6.3	3.7	(6.3)	0.4	0.4
핵심이익성장률	(2.2)	(8.8)	(16.0)	16.0	9.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 2010년 이전은 K-GAAP, 2011년 이후는 IFRS 기준

수익성 및 주가지표

12월 결산	2012	2013	2014	2015F	2016F
수익성 (%)					
NIM	2.68	2.44	2.28	2.19	2.22
ROA	0.7	0.3	0.2	0.4	0.4
ROE	13.6	5.6	3.2	5.3	6.5
충전 ROE	28.3	17.5	12.0	15.9	16.6
Cost Income Ratio	44.7	56.1	61.3	55.5	55.4
주가지표 (원, 배, %)					
BPS	24,882	25,709	24,206	25,388	26,769
EPS	411	(60)	775	1,313	1,684
DPS	403	0	0	131	303
PBR	0.00	0.00	0.40	0.32	0.31
PER	0.0	0.0	12.4	6.2	4.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	1.6	3.7
배당성향	14.5	0.0	0.0	10.0	18.0

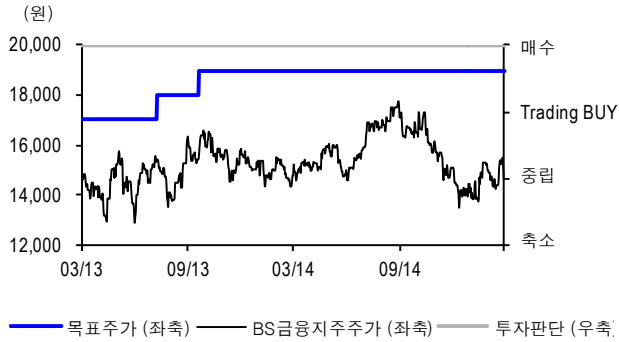
자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 2010년 이전은 K-GAAP, 2011년 이후는 IFRS 기준

* 2010년 이전 실적은 대손상각비, 2011년 이후 추정치는 금융자산손상차손

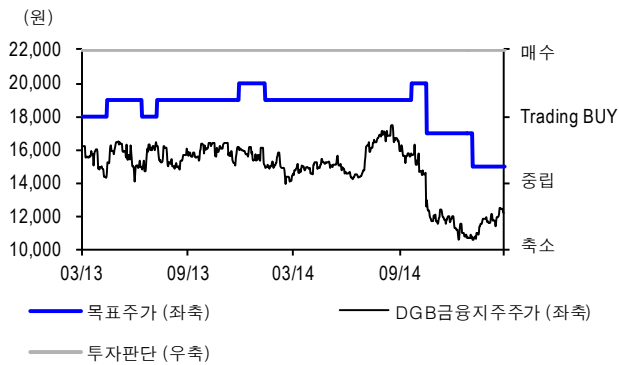
투자의견 및 목표주가 추이

BS금융 (138930)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2013년 03월 26일	매수	17,000
2013년 08월 04일	매수	18,000
2013년 10월 15일	매수	19,000

DGB금융 (139130)



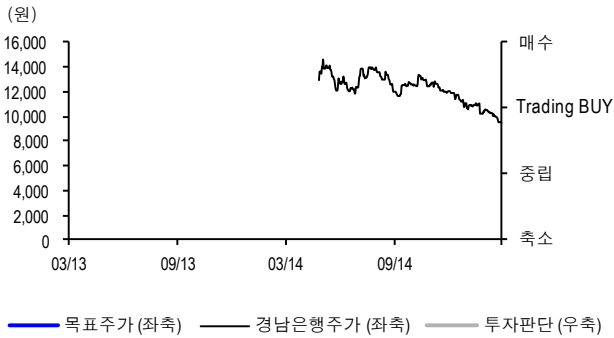
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2013년 03월 26일	매수	18,000
2013년 05월 10일	매수	19,000
2013년 07월 09일	매수	18,000
2013년 08월 04일	매수	19,000
2013년 12월 23일	매수	20,000
2014년 02월 06일	매수	19,000
2014년 10월 16일	매수	20,000
2014년 11월 11일	매수	17,000
2015년 01월 29일	매수	15,000

JB금융 (175330)



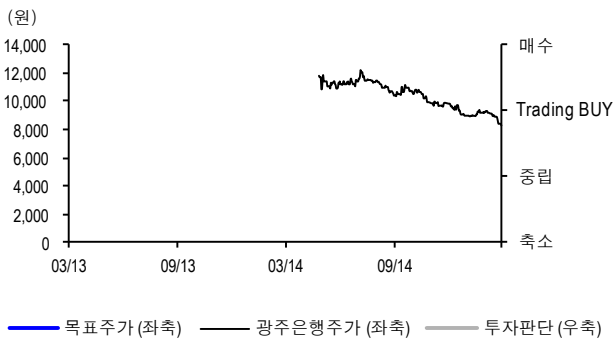
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 3월 27일	매수	8,000

경남은행 (192520)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 3월 27일	매수	12,700

광주은행 (192530)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 3월 27일	매수	10,000

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 김수현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

투자등급	비중확대	비중축소
◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +15% 이상	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우	◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 0% ~ +15%	◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우	
◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0%		
◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -15% 이하		

고객지원센터 : 1588-0365
서울특별시 영등포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com

