산업분석

은 행

2018. 9. 17

Overweight

음악이 흐르니 춤을 출 수 밖에

실적은 여전히 좋다

Part I 투자의견 및 Valuation
Part II 중요한 것: 핵심이익, NIM
Part III 그 외의 것: 성장, 비용, 그리고 배당

eBEST
이베스트투자증권

안녕하세요, 이베스트투자증권 보험/증권/은행담당 **박혜진**입니다.

보험, 증권에 이어 드디어 은행업종까지 9개월에 걸친 Initiation작업이 끝났습니다.
섹터애널리스트는, 보통 본인 담당 업종에 대한 애정이 존재하기 마련입니다.
하지만 주가는 냉정하죠. 그래서 실적 대비 주가가 언더퍼폼하면 buy를 외칠 수 밖에 없습니다.

제가 이번 은행업종을 분석하며 느낀 점은, 은행은 정말 싸다는 것입니다.
30조원의 자본을 가지고 9%의 ROE를 내는 것은 쉽지 않은 일이죠.
그러나 PER는 다섯배, PBR은 절반수준입니다. 금융산업 내 valuation이 가장 박하죠.

올해 들어 은행산업은 좋은 뉴스가 없었습니다. 그리고 주가는 실적개선을 이미 반영하기도 했습니다.
쉽지 않은 환경임은 분명합니다.

하지만 구조적인 크레딧 개선 싸이클에 접어들어 대손비용이 급격하게 감소하고 있고,
NIM도 아직 추가 상승여지가 남았습니다.
베이비부머 세대의 임금피크제가 시작되면서 향후 3년간 자연스러운 인력감소도 진행 될 것입니다.
뿐만 아니라 배당도 빼놓을 수 없습니다. 이익호조는 곧 DPS의 증가입니다.
우리의 커버리지 4사의 올해 평균 배당수익률은 4%를 상회할 것입니다.

결론적으로 내년까지 은행은 실적호조가 이어질 것입니다.
언뜻 뉴스 플로우만 확인하면 은행은 큰일난 것 같지만, 실제로 영향은 거의 없습니다.

실적이 좋다면 overweight을 외칠 수 밖에 없습니다.
음악이 멈추지 않았으니, 아직 춤을 춰야 할 때 입니다.

감사합니다.

은행/보험/증권
Analyst **박혜진**
02 3779 8634
oashes@ebestsec.co.kr

자료는 크게 **4 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 투자의견 및 Valuation]

무거운 자본과, 성장에 대한 의문, 그리고 규제산업으로써 은행은 Valuation 을 후하게 받아 본적이 없습니다. 뿐만 아니라 매크로 변화에 따른 이벤트도 많았습니다. 그에 비하면 지금은 호시절입니다.

크게 좋아질 것도 없지만 나쁠 것도 없습니다. 업종에 대한 투자의견 Overweight 을 제시합니다.

[Part II 중요한 것: 핵심이익, NIM]

국내 은행은 정(+)의 금리감응갭을 가집니다. 자산이 부채보다 금리에 민감하다는 뜻입니다. NIM 과 함께한 은행업종지수는 2016 년 의미 있는 반등을 시작했습니다. 유동성이 풍부한 가운데 금리상승이 이뤄졌기 때문입니다. 우리는 하반기, 혹은 내년 상반기 한 차례 금리인상을 예상하는데, 금리 25bp 인상시 우리의 커버리지 NIM 은 1.8~4.3bp 개선됩니다. 여전히 이자마진이 증가할 수 있는 여지가 존재합니다.

[Part III. 그 외의 것: 성장, 비용, 그리고 배당]

가계대출성장은 제한될 것입니다. 대신 중소기업대출이 좋습니다.

판관비는 구조적으로 감소할 수 밖에 없습니다. 베이비부머 세대 은퇴가 진행 중이기 때문입니다.

그리고 가장 영향이 큰 크레딧 코스트가 감소합니다. 한계기업에 대한 익스포져 감소, 대기업 구조조정 등으로 크레딧 개선 싸이클에 진입하였습니다.

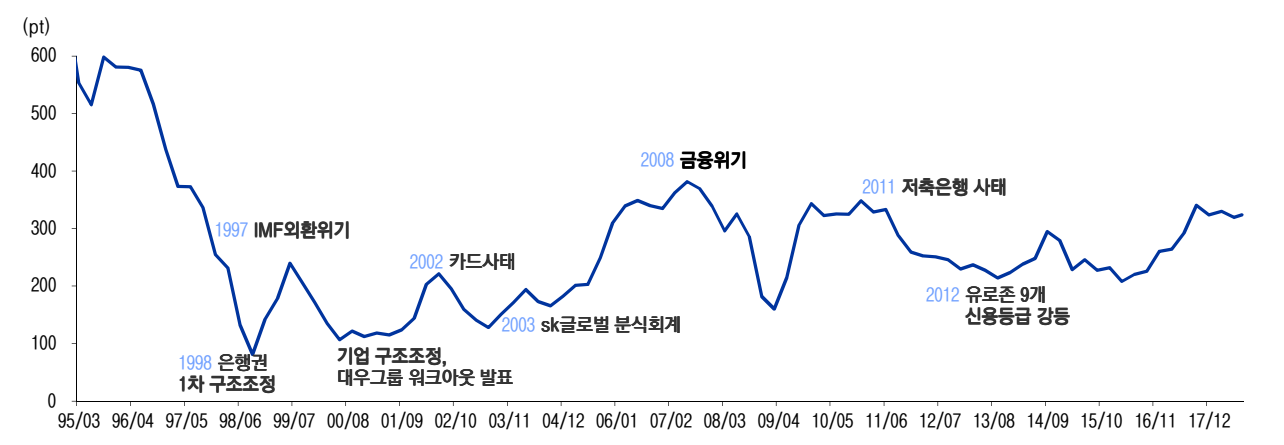
마지막으로 배당입니다. 은행업종의 배당수익률이 최고인 것은 다 아실 겁니다.

[Part IV. 종목별 투자의견]

최선호주로 **하나금융지주**와 **우리은행**을 제시합니다.

Key Charts

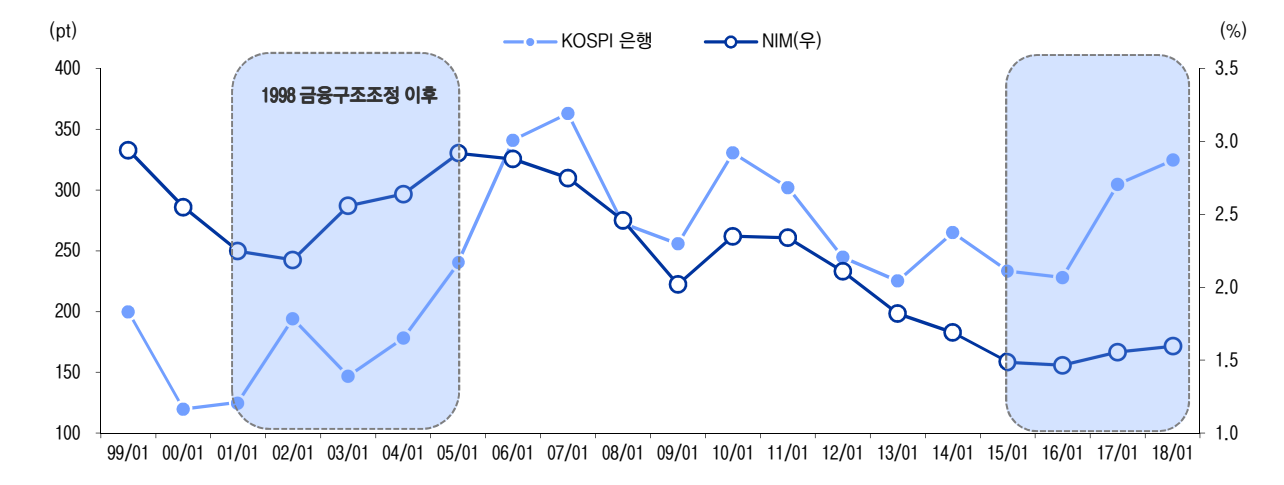
KOSPI 은행업종지수 Historical Events



자료: 데이터가이드, 이베스트투자증권 리서치센터 *시계열상 KOSPI은행업종지수 사용

- **대· 내외 각종 이벤트에 영향 받는 은행업종, 오랜만에 호시절**
- **업종지수는 지난해 연말까지 근 18 개월 가까이 상승랠리를 지속하다 올해 들어 조정의 시기**

코스피은행지수와 NIM 의 추이: 2000 년 이후 찾아온 의미 있는 반등

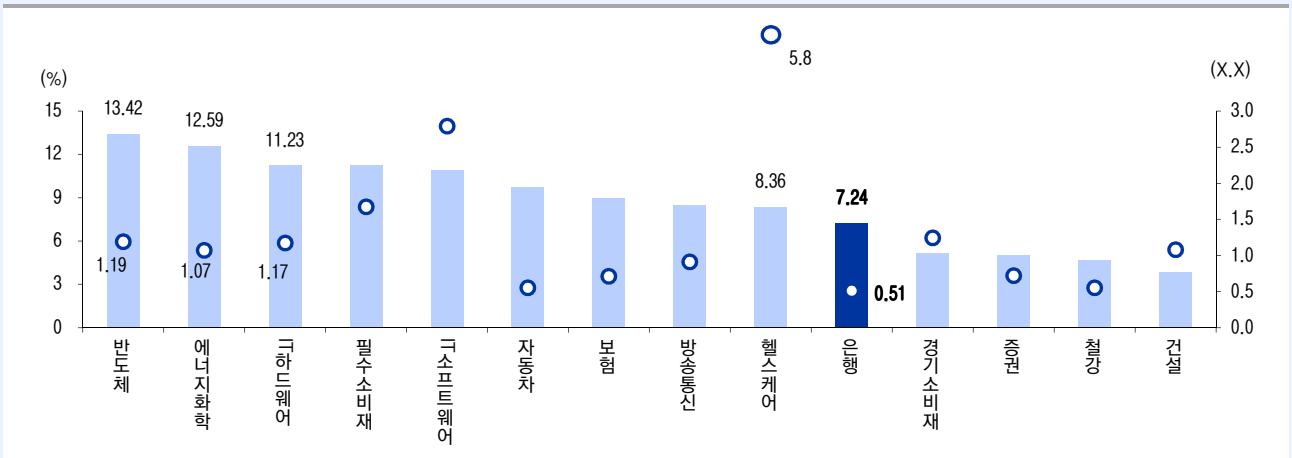


자료: 데이터가이드, 금융통계정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

- **1998 년 금융구조조정 이후 20 년만에 찾아온 NIM 의 의미 있는 반등**
- **1 차 NIM 상승시기는 정부 주도의 비유기적 성장에 의한 경쟁완화, 현재는 유기적 변화**

Key Charts

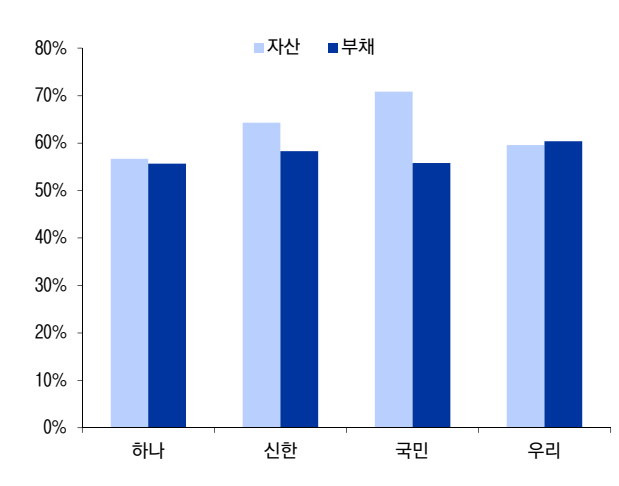
2018F KRX 업종별 ROE_PBR



자료: 퀀티와이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

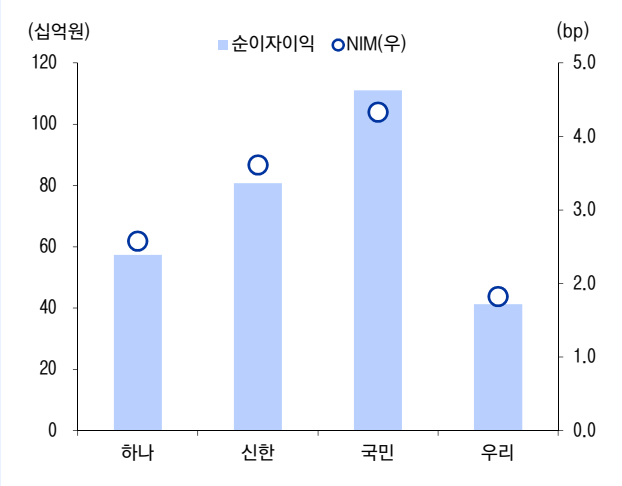
- **1998 년 금융구조조정 이후 20 년만에 찾아온 NIM 의 의미 있는 반등**
- **그럼에도 코스피 업종 중 PBR 최하위, PER 5.6x, 커버리지 2018 년 ROE 9%상회 전망**

커버리지 금리감응자산 및 부채 만기 1 년 미만 비중



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

기준금리 25bp 인상 시 순이자이익 및 NIM 증가 추정

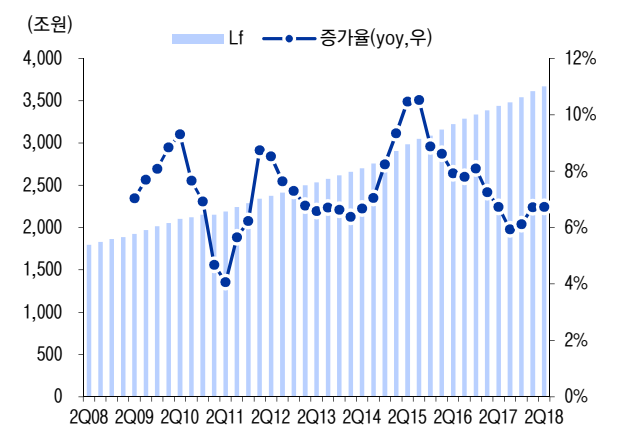


자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

- **국내은행은 정(+)의 금리감응갭을 가지기 때문에 금리 상승 시 순이자이익 증가**
- **커버리지 4 사 기준 기준금리 25bp 인상 시 순이자이익 730 억원 증가**

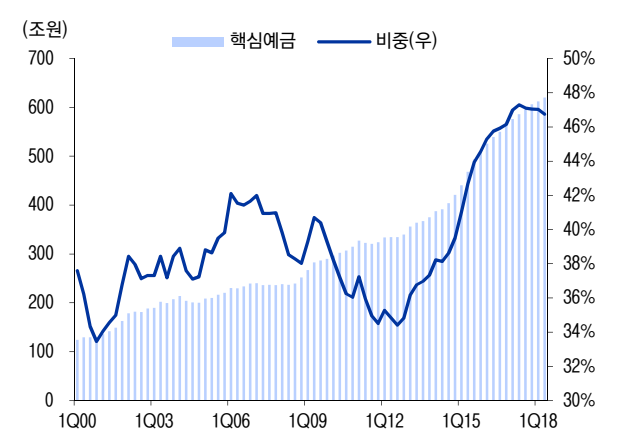
Key Charts

실질유동성 증가율 추이: 6%대 후반이 아직 유지됨



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

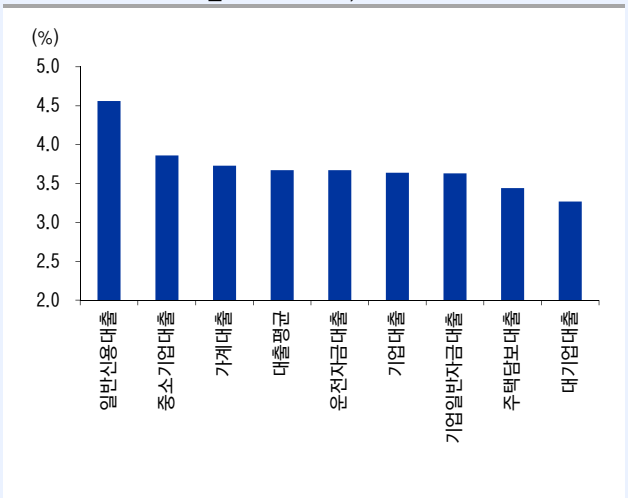
핵심예금 전체 규모 및 총 수신 중 비중



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

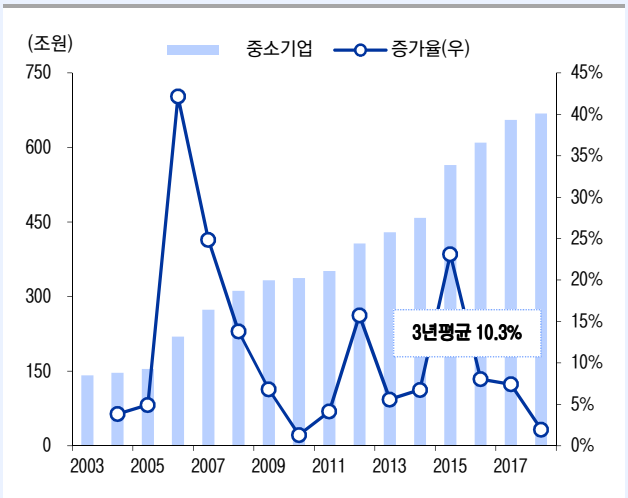
- **이번 NIM 개선이 의미 있는 이유는 유동성이 풍부한 상태에서 진행되었기 때문**
- **풍부한 실질유동성은 은행들로 하여금 저원가성 핵심예금 확보를 용이하게 함**

용도별 대출 금리_신규취급액, 2018 년 7 월 기준



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

국내은행 중소기업대출 규모 및 증가율 추이

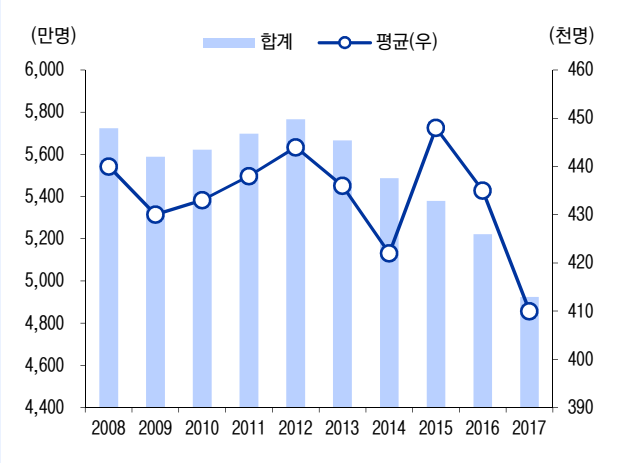


자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

- **정부정책으로 가계대출성장은 제한될 수 있으나 중소기업대출로 선회**
- **중소기업(SME)대출은 금리나 성장성 모두 양호**

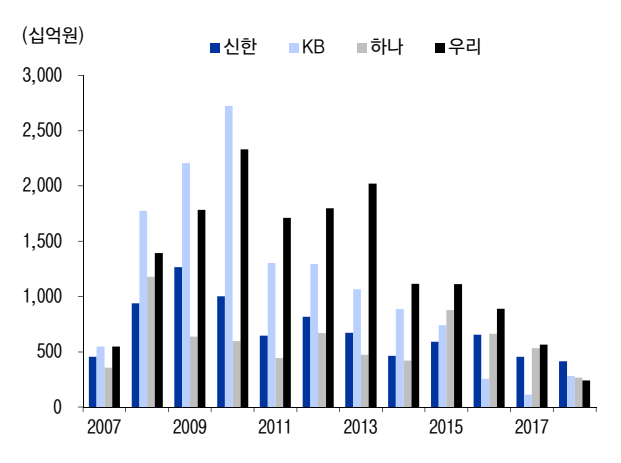
Key Charts

국내 시중은행+지방은행 전체 및 평균 임직원수 추이



자료: 금융통계정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

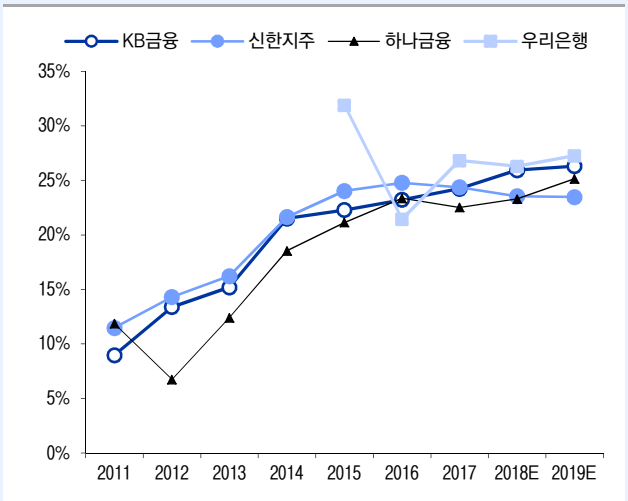
커버리지 4 사 대손비용 추이_은행기준



자료: 금융통계정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

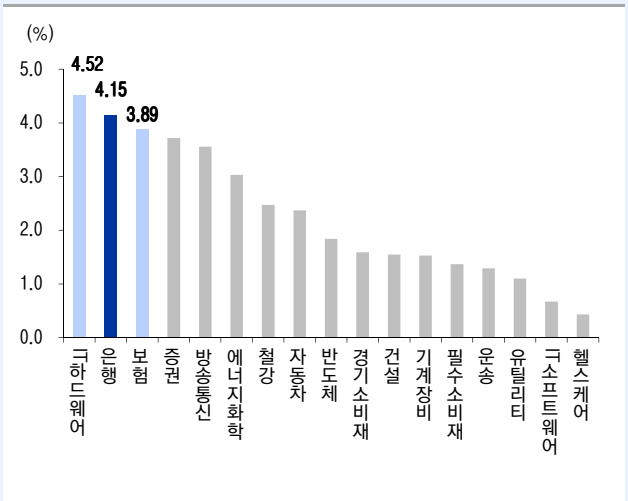
- **베이비부머세대의 은퇴시기, 임직원수는 지속적으로 감소할 수밖에 없음**
- **가장 영향이 큰 대손비용은 1 조원대에서 5,000 억원으로 절반이상 감소**

커버리지 4 사 배당수익률 전망



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

KRX 업종지수 기준 2018 년 예상 배당수익률



자료: 퀀티와이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

- **배당시즌, 간과할 수 없는 은행업종 배당수익률**
- **커버리지 4 사 2018 년 배당수익률은 4%상회 전망**

산업분석

은행
Overweight

음악이 흐르니 춤을 출 수 밖에

실적은 여전히 좋다

Contents

Part I	투자의견 및 Valuation	09
Part II	중요한 것: 핵심이익, NIM	13
Part III	그 외의 것: 성장, 비용, 그리고 배당	23

기업분석

하나금융지주 (086790)	38
우리은행 (000030)	43
KB금융 (105560)	48
신한지주 (055550)	53

Part I

투자의견 및 Valuation

아직은 호시절

무거운 자본과, 성장에 대한 의문, 그리고 규제산업으로써 은행은 Valuation을 후하게 받아 본적이 없습니다. 뿐만 아니라 매크로 변화에 따른 이벤트도 많았습니다. 그에 비하면 지금은 호시절입니다.

크게 좋아질 것도 없지만 나쁠 것도 없습니다.

업종에 대한 투자의견 Overweight을 제시합니다.

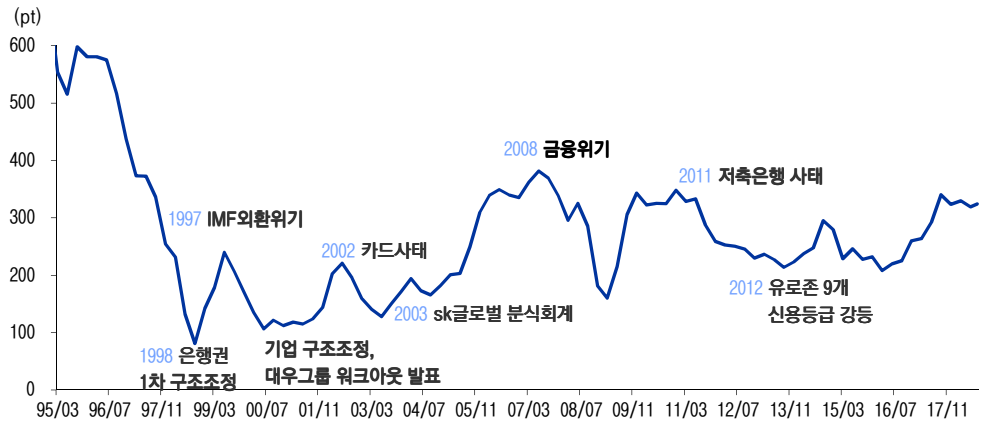
투자의견 및 Valuation

아직은 호시절, 은행업종에 대한 투자의견 Overweight제시

우리는 은행업에 대해 투자의견 Overweight을 제시하며 커버리지를 개시한다. 은행업종지수는 지난해 연말까지 근 18개월 가까이 상승랠리를 지속하다 올해 들어 조정의 시기를 지나고 있다. 하지만 아직 비관하기 이르다는 판단이다. 우리가 은행업종에 대해 긍정적인 시각을 갖는 이유는 결국 실적이다. 상승률 둔화를 핑계로 비관적인 관점을 갖기엔 올해뿐만 아니라 내년에도 상당히 양호한 실적을 기록할 전망이다. 실적이 양호한 이유는 1)핵심이익은 여전히 견조하며 금리인상이 한 차례 진행되면 NIM이 추가 상승할 여지가 있고 2) 금융지주의 다각화된 포트폴리오 덕분에 비이자이익 부분도 양호하며 3) 판관비는 지속적으로 감소할 것이고 4) 크레딧 코스트는 안정화 추세에 접어들었으며 5) 정부의 규제에도 연간 4~5%의 자산성장이 이뤄질 것이며 마지막으로 6) 배당도 간과할 수 없기 때문이다.

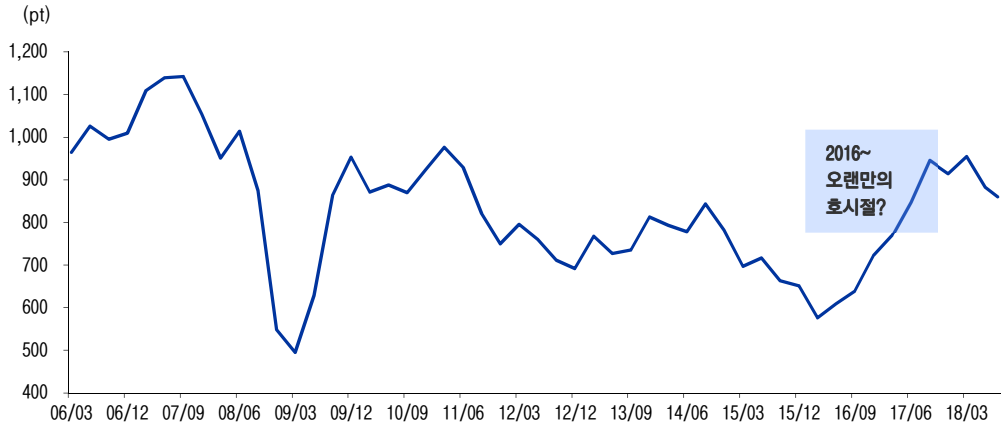
무거운 자본과 성장에 대한 의문, 그리고 정부 규제 때문에 금융업종은 역사적으로 Valuation을 후하게 받아본 적이 거의 없다. 우리의 커버리지 4사의 2018년 ROE는 9%를 상회할 전망이지만 PBR은 0.5~0.6x를 맴돌고 있다. 은행업종은 역사적으로 핵심이익(NIM)의 개선 혹은 대형 M&A이벤트가 발생할 때 주가는 할증을 받았다. 그렇다면 핵심이익이 여전히 견조하다면 증가율이 둔화되었다고 투자판단을 꺾을 시기는 아니라고 생각한다. 1998년 IMF사태, 2002년 카드사태, 2008년 금융위기, 그리고 금융위기로 파생된 기업구조조정 및 부동산PF사태 등등 상장이래 은행업종에 고비는 많았다. 그에 비하면 지금은 태평성대며 호시절이다. 여기서 엄청나게 좋아지지도 않겠지만 나빠질 유인도 없다. 그리고 이제 곧 배당시즌이다.

그림1 KOSPI 은행업종지수 Historical Events



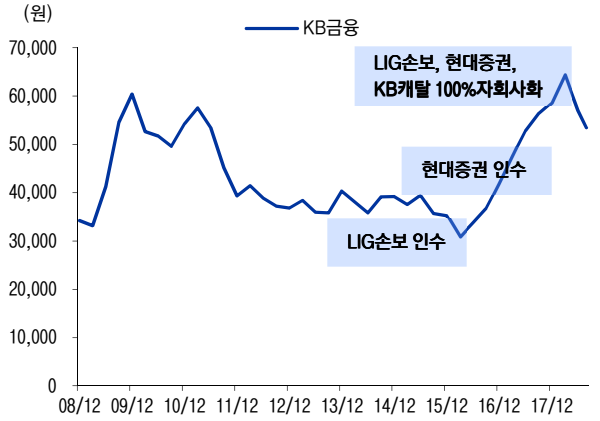
자료: 데이터가이드, 이베스트투자증권 리서치센터 *시계열상 KOSPI은행업종지수 사용

그림2 KRX 은행지수 Historical 추이



자료: 데이터가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 커버리지 M&A 이벤트 시기별 추이: KB 금융

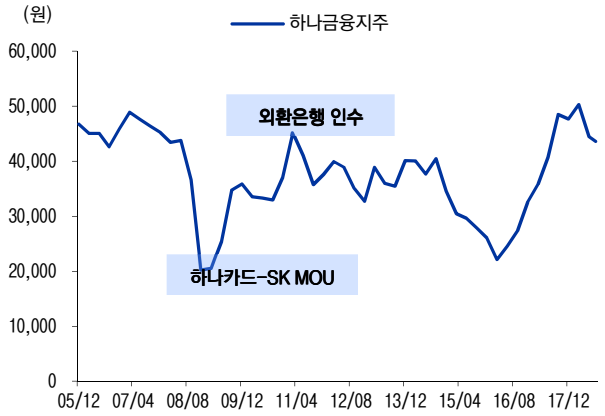


자료: 데이터가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 커버리지 M&A 이벤트 시기별 추이: 신한지주

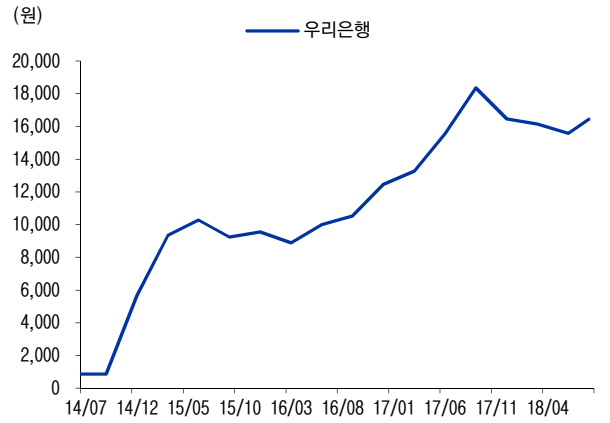
자료: 데이터가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 커버리지 M&A 이벤트 시기별 추이: 하나금융



자료: 데이터가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 커버리지 M&A 이벤트 시기별 추이: 우리은행



자료: 데이터가이드, 이베스트투자증권 리서치센터
*주가는 모두 60일 평균 기준

하나금융지주, 우리은행 최선호주 제시

우리는 최선호주로 하나금융지주(KS 086790)와 우리은행(KS 000030)을 제시한다. 두 회사는 향후 3년 평균 ROE 8%를 상회할 것이지만 PBR이 우리의 커버리지 중 가장 낮은 0.50x대에 머물러 있다. 상위권사의 포트폴리오 구조는 이제 거의 유사해서 Valuation이 차별화 될 이유가 없다. 먼저 하나금융지주는 구조적으로 개선중인 크레딧 코스트와 감소하는 판관비, 그리고 커버리지 중 PBR이 가장 낮아 상승여력이 가장 높다. 우리은행은 금융지주 전환과 그에 따른 하반기 적극적인 주주친화정책이 기대된다.

하나금융지주와 우리은행은 2018년 ROE 9%를 상회할 것이지만 PBR은 0.51x에 불과하다. 우리는 산업 전반적으로 크레딧 코스트 개선에 힘입어 2019년 ROE가 고점을 기록할 것으로 예상한다. 따라서 ROE는 2020년부터 하락할 수 있다. 뿐만 아니라 강력한 규제산업으로써, 현재의 환경이 쉽지 않아 보인다. 이런 점을 고려하여 커버리지 모두에 -10%의 디스카운트를 적용하였다.

표1 커버리지 4사 목표주가 산정 내역

종목		KB금융	신한지주	하나금융지주	우리은행
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가(2019)		51,100	42,750	43,100	16,300
주가		28%	29%	32%	35%
상승여력		28%	31%	36%	37%
COE	%	10.92	10.92	11.72	11.39
Rf	%	2.2	2.2	2.2	2.2
Equity Risk Premium	%	8.7	8.7	9.5	8.7
Market Risk Premium	%	8.9	8.9	8.9	8.9
Beta(52 week)	x	1.30	1.30	1.42	1.30
ROE(3yr sustainable)	%	8.68	8.67	8.39	8.22
2019F BPS	원	91,540	78,134	88,479	33,661
Implied PBR	x	0.80	0.79	0.72	0.72
Premium/Discount	%	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0
Target PBR	x	0.72	0.72	0.64	0.65
Spot PBR (2018E)	x	0.59	0.58	0.51	0.51

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

중요한 것: 핵심이익, NIM

금리 25bp인상하면 730억원의 이자이익 증가

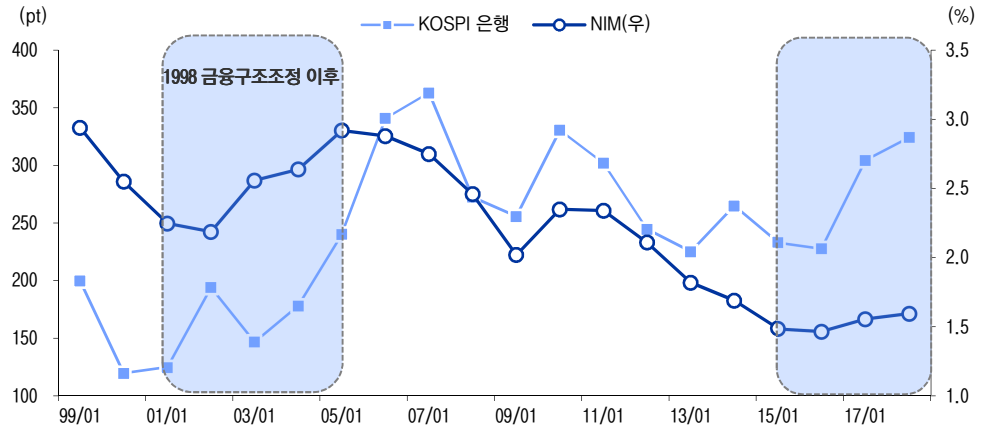
국내 은행은 정(+)의 금리감응 갭을 가집니다. 자산이 부채보다 금리에 민감하다는 뜻입니다. NIM 과 함께한 은행업종지수는 2016 년 의미 있는 반등을 시작했습니다. 유동성이 풍부한 가운데 금리상승이 이뤄졌기 때문입니다. 우리는 하반기, 혹은 내년 상반기 한 차례 금리인상을 예상하는데, 금리 25bp 인상시 우리의 커버리지 NIM 은 1.8~4.3bp 개선됩니다. 여전히 이자마진이 증가할 수 있는 여지가 존재합니다.

핵심이익(NIM)은 여전히 좋은데 금리인상하면?

NIM과 함께한 은행업종 지수

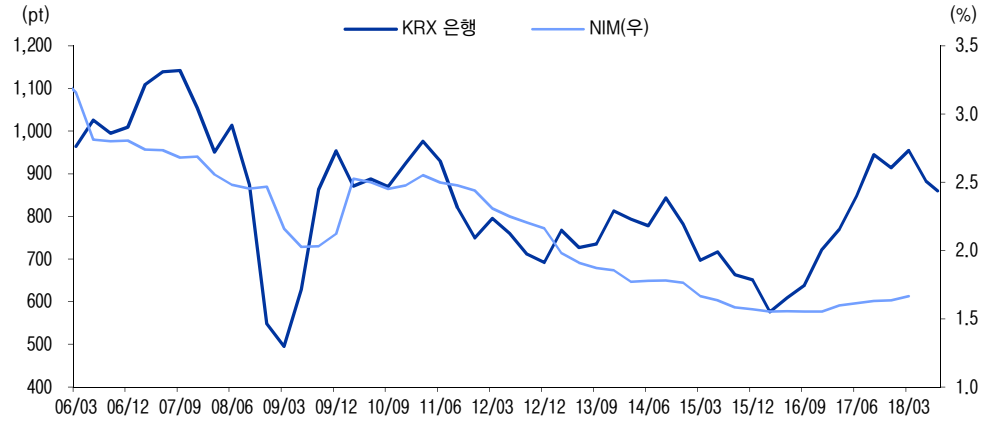
은행의 핵심이익은 순이자마진(NIM: Net Interest Margin)이다. 1999년 이후로 NIM이 의미 있게 반등한 시기는 2000년 3분기부터 2004년 1분기 까지다. 그리고 그 이후로 꾸준히 하락하다 2016년 들어 매우 점진적으로 반등하기 시작했다. 은행업종지수는 'NIM과 함께' 했다. 구성종목이 더 많지만 시계열이 짧은 KRX은행업종지수대신 1980년에 구성된 KOSPI은행업지수를 참고하면 전술한 NIM상승시기, 즉 2000년 3분기부터 2004년까지 KOSPI은행업지수는 63.8%p상승하였으며 그 시기 고점 기준으로는 86.5%p상승했다. 당시 15분기 동안 NIM은 58bp 넘게 개선되었다.

그림7 코스피은행 지수와 NIM 의 추이: 2000 년 이후 찾아온 의미 있는 반등



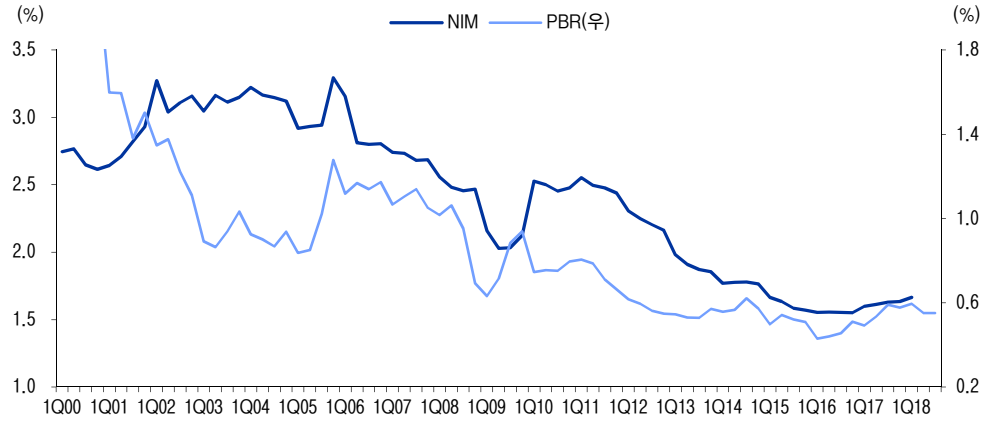
자료: 데이터가이드, 금융통계정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 KRX 은행업지수와 국내은행 NIM 추이



자료: 데이터가이드, 금융통계정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 국내은행 NIM 과 은행 PBR 추이



자료: 금융통계정보시스템, 데이터가이드, 이베스트투자증권 리서치센터 *은행PBR은 시중은행+제주은행 기준

당시 한국의 상황은 특수했다. 1997년 IMF직후 당시 금융감독위원회는 대한민국 제 1차 금융 구조조정을 시행했다. 당시 12개 시중, 지방은행에 경영개선을 요구하고 1차적으로 동화, 동남, 경기, 대동, 충청 5개 은행의 퇴출을 결정한다. 2차로 강원은행과 충북은행이 추가적으로 퇴출되고 조흥은행에 통폐합되며 조흥은행은 신한은행과 합병한다. 마지막으로 상업은행과 한일은행이 한빛은행으로, 한빛은행과 평화은행은 우리금융지주로 편입되어 2001년 한빛, 평화, 광주, 경남은행과 하나로종금이 합쳐져 2001년 우리금융지주가 탄생하였다. 이로써 1998년부터 2001년까지 정부의 은행 대형화 정책에 총 11개 은행이, 이후 서울은행까지 12개 은행이 퇴출되었다. 따라서 정부주도의 은행 구조조정으로 1)금리경쟁이 완화되고, 2)수신금리하락폭이 여신금리하락폭보다 커 시장금리하락에도 NIM은 상승할 수 밖에 없었다.

그림10 1998 년 대한민국 금융 구조조정 은행 간 인수·합병 상황: 11 개 은행 퇴출, 이후 서울은행까지 총 12 개

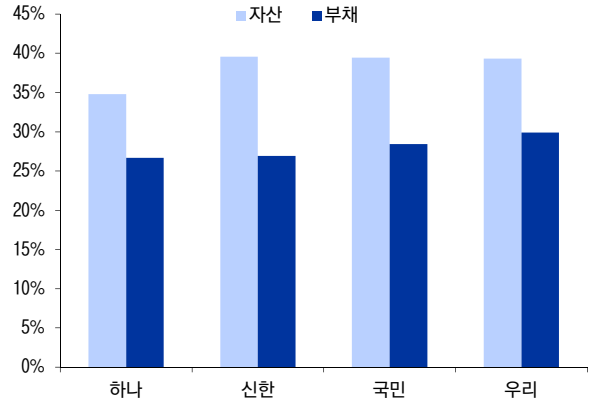
자료: 금융위원회, 이베스트투자증권 리서치센터

금리가 은행 수익성에 미치는 영향

이후 몇 차례 걸친 기준금리 인상에도 NIM의 의미 있는 반등은 이뤄지지 않았다. 보통 금리상승은 1)경기개선을 수반하고 2)대출금이 예수금에 비해 변동금리 비중이 높아 대출금리가 시장금리 변동에 더 빠르게 반응하기 때문에 은행주에 긍정적으로 작용한다. 이를 금리감응갭으로 추정할 수 있는데 금리감응갭(자산갭)은 금리에 민감한 자산금액과 부채금액의 차이로 결정된다. 국내 은행들은 금리감응자산(대출)이 금리감응부채(예금)보다 큰 정(+)의 금리감응갭 구조를 가진다. 따라서 시장금리가 변동하면 자산-부채간 금리반영 시차가 생기는데 금리가 상승하게 되면 자산이 부채보다 먼저 반응하여 순이자마진이 개선된다. 금리가 25bp상승할 때 우리의 커버리지 4사의 은행기준 순이자이익은 평균 730억원 가량 증가한다.

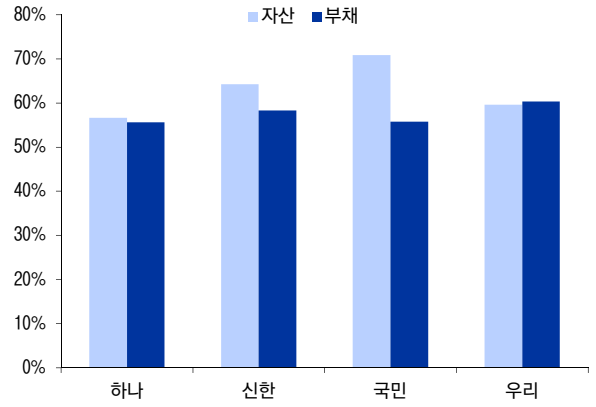
그렇게 금리와 함께 지속적으로 하락해오던 NIM은 2016년을 기점으로 점진적으로 개선되기 시작했다. 2016년 반등이 의미 있는 이유는 저금리가 고착화되기 시작한 2010년 이후부터 금리는 지속적으로 하락하다 처음으로 반등하였는데 그것이 상당히 점진적이고 상대적으로 장기간 지속되며 풍부한 유동성이 유지된 상태에서 진행 중이기 때문이다. 유동성이 중요한 이유는 시중에 유동성이 많아지면 저원가성 핵심예금의 비중이 증가한다. 핵심예금은 전술한 금리감응갭을 확대 시켜 금리 상승기에 NIM개선에 기여한다. 따라서 유동성이 풍부한 가운데 금리상승이 진행되면 금리감응갭이 빠르게 확대되는 것이다. 유동성에 대한 부분은 19페이지에서 자세히 설명할 것이다.

그림11 커버리지 4사 금리감응자산, 부채비율 3개월 미만



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 커버리지 4사 금리감응자산, 부채비율 1년 미만



자료: 각 사,이베스트투자증권 리서치센터
*2018년 6월 기준

표2 KEB 하나은행 금리감응갭에 따른 순이자이익 및 NIM 변화율

(단위: 조원)	금리변화가정 / 만기별 구간	3개월미만	6개월미만	12개월미만	합계
금리감응자산		109.8	56.3	13	
금리감응부채		84.1	39.9	51	
금리감응갭		26	16	-39	
평균잔여개월수		10.5	7.5	3	
잔여개월수 가중치		0.875	0.625	0	
순이자이익변화(십억원)	0.25%	56.04	25.52	-24	57
	0.50%	112.07	51.05	-48	115
	1.00%	224.15	102.09	-97	229
NIM변화(bp)	0.25%				2.57
	0.50%				5.15
	1.00%				10.30

자료: 하나금융지주, 이베스트투자증권 리서치센터 *2018년 6월말 기준

표3 신한은행 금리감응갭에 따른 순이자이익 및 NIM 변화율

(단위: 조원)	금리변화가정 / 만기별 구간	3개월미만	6개월미만	12개월미만	합계
금리감응자산		123	53	24	
금리감응부채		84	45	53	
금리감응갭		39	8	-29	
평균잔여개월수		11	8	3	
잔여개월수 가중치		0.875	0.625	0	
순이자이익변화(십억원)	0.25%	86	13	-18	81
	0.50%	172	25	-36	161
	1.00%	345	51	-72	323
NIM변화(bp)	0.25%				3.61
	0.50%				7.22
	1.00%				14.45

자료: 신한지주, 이베스트투자증권 리서치센터 *2018년 6월말 기준

표4 KB 국민은행 금리감응갭에 따른 순이자이익 및 NIM 변화율

(단위: 조원)	금리변화가정 / 만기별 구간	3개월미만	6개월미만	12개월미만	합계
금리감응자산		134	61	46	
금리감응부채		96	39	54	
금리감응갭		37	22	-8	
평균잔여개월수		11	8	3	
잔여개월수 가중치		0.875	0.625	0	
순이자이익변화(십억원)	0.25%	82	34	-5	111
	0.50%	164	69	-10	222
	1.00%	327	138	-21	444
NIM변화(bp)	0.25%				4.33
	0.50%				8.66
	1.00%				17.32

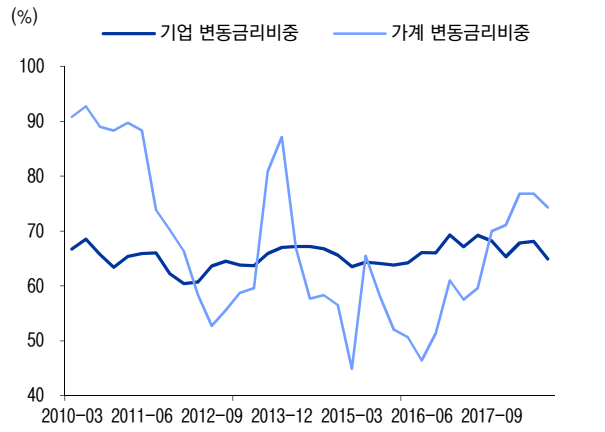
자료: KB금융, 이베스트투자증권 리서치센터 *2018년 6월말 기준

표5 우리은행 금리감응갭에 따른 순이자이익 및 NIM 변화율

(단위: 조원)	금리변화가정 / 만기별 구간	3개월미만	6개월미만	12개월미만	합계
금리감응자산		122	41	21	
금리감응부채		93	45	50	
금리감응갭		29	-3	-28	
평균잔여개월수		11	8	3	
잔여개월수 가중치		0.875	0.625	0	
순이자이익변화(십억원)	0.25%	64	-5	-18	41
	0.50%	128	-10	-36	82
	1.00%	255	-19	-71	165
NIM변화(bp)	0.25%				1.81
	0.50%				3.62
	1.00%				7.25

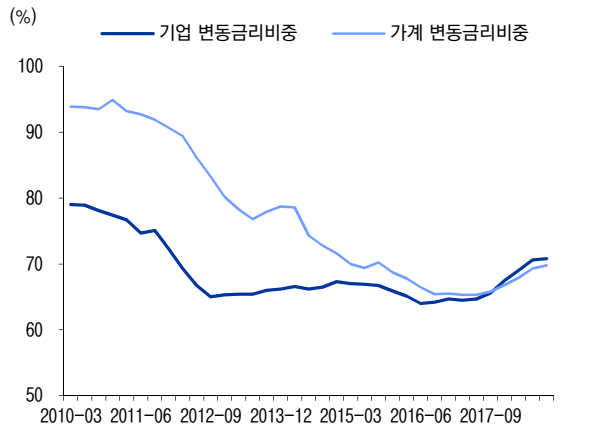
자료: 우리은행, 이베스트투자증권 리서치센터 *2018년 6월말 기준

그림13 대출 변동금리 비중_신규취급액



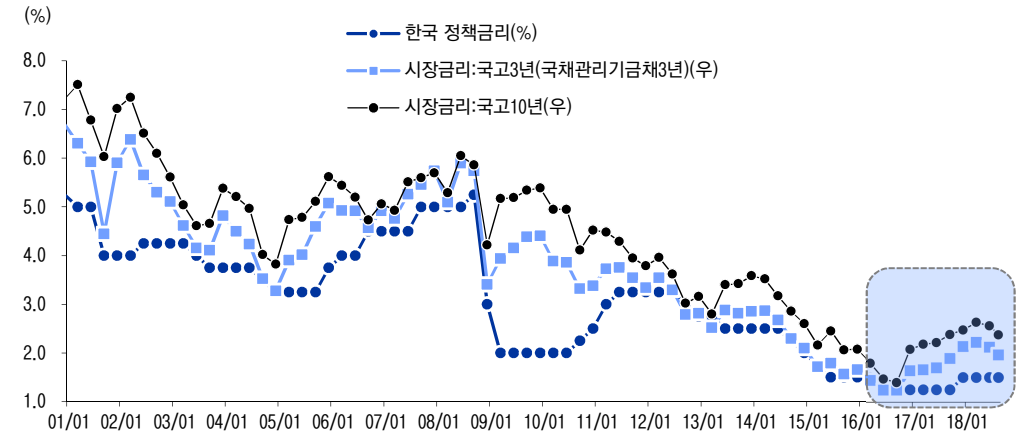
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 대출 변동금리 비중_잔액



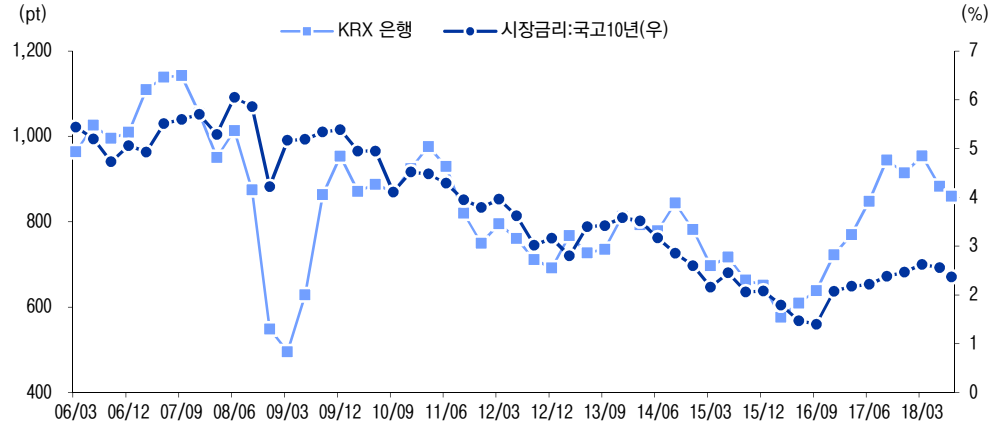
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 2010 년 저금리 지속 이후 2016 년 처음으로 의미 있는 반등



자료: 데이터가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 KRX 은행지수와 국채 10 년 금리 추이: 금리와 함께 반등한 은행업지수



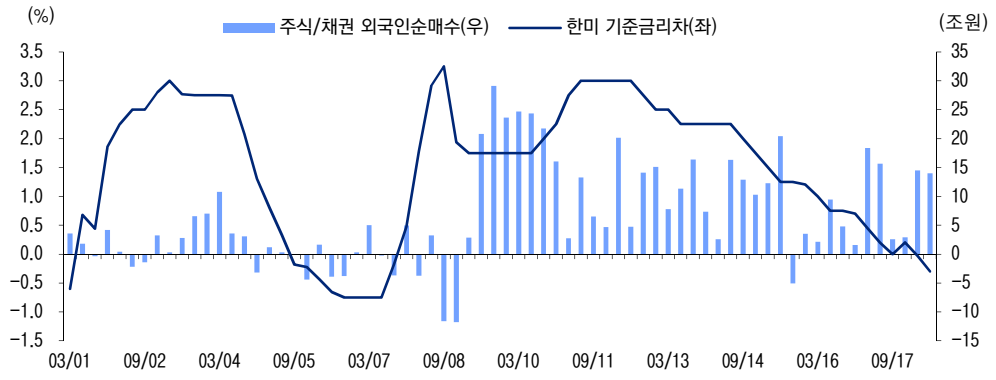
자료: 데이터가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

한국 기준금리 25bp 인상하면 시중은행 NIM개선은 2~4bp

따라서 사실 핵심이익의 개선 여부는 금리에 달렸다. 미국은 9월 금리 인상이 유력하고, 만일 그렇게 된다면 한-미 금리 스프레드는 -75bp~100bp까지 확대되는데 통상적으로 금리 역전차이가 -100bp이상 발생하면 자금유출에 대한 우려가 부각될 수 있다. 한은의 통화정책은 물가안정이 제 1 목표이다. 10월 경제성장률 전망치가 2.9%에서 유지되고 소비자물가가 금년 1.6%, 내년 1.9%로 오름세 확대가 유지된다면 하반기 국내 금리는 상승에 대한 압력이 크다고 전망할 수 있다. 따라서 우리는 하반기, 혹은 내년 상반기 한국의 한 차례 금리인상이 가능할 것으로 예상하기 때문에 이에 따라 NIM개선이 가능할 것이다. 이론적으로 전술한 금리감응갭을 적용한 우리의 커버리지 4사의 NIM은 표2~5에서 나타나듯이 금리 25bp인상 시 1.8~4.3bp가량 확대될 수 있다.

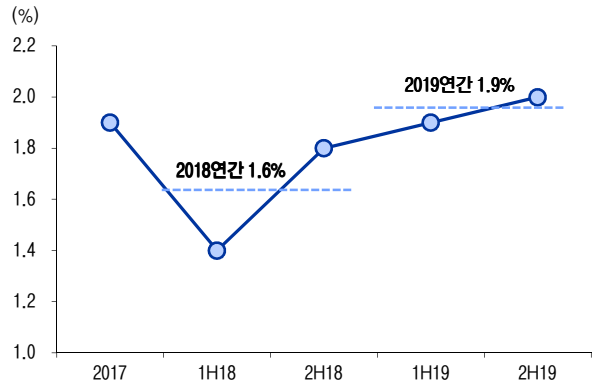
뿐만 아니라 전술했듯 유동성도 한 몫 한다. 실질유동성인 Lf 증가율은 7%에 가깝다. 핵심예금의 증가율은 둔화되고 있지만 실질유동성이 양호하기 때문에 저원가성 자금조달은 실제적으로 은행의 마케팅에 달렸다. 정부 스탠스에 따른 가계대출 성장이 용이하지 않아 하반기부터 은행들은 핵심예금 확보에 주력할 것으로 보인다. 우리는 2021년까지 상당히 점진적인 금리상승을 전망하는데 따라서 우리의 커버리지 4사 기준 평균 NIM은 올해 하반기 1bp, 그리고 내년 3bp개선될 것으로 예상한다.

그림17 한-미 금리 스프레드에 따른 주식/채권 외인 순매수 동향



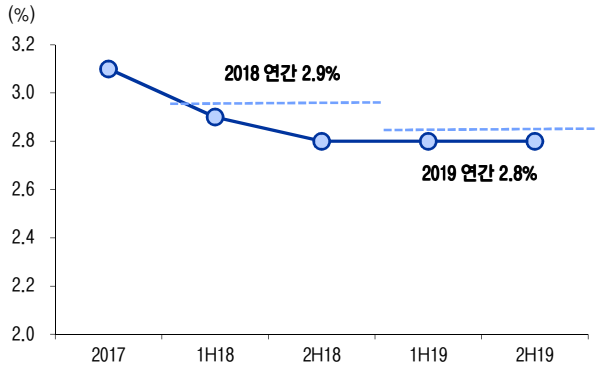
자료: 한국은행, 연합인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 한국은행 물가성장률 전망



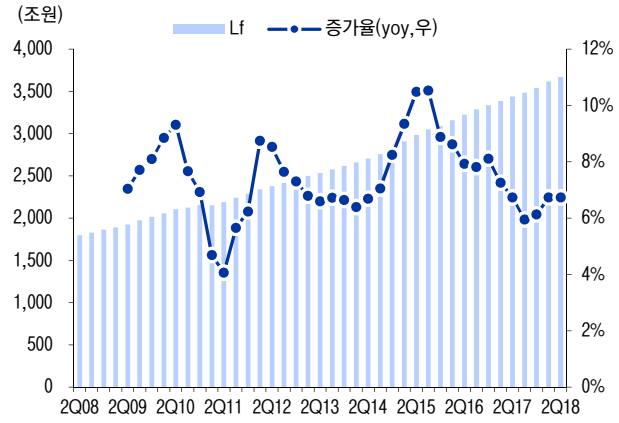
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 한국은행 경제성장률 전망



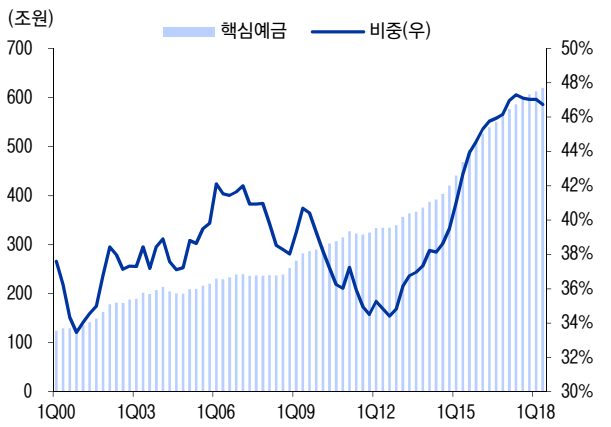
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 실질유동성 증가율 추이: 6%대 후반이 아직 유지됨



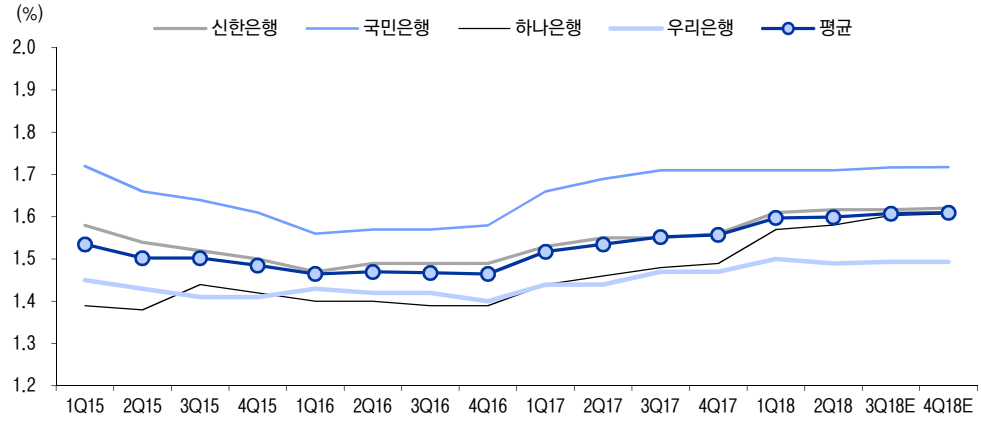
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 핵심예금 전체 규모 및 총 수신 중 비중



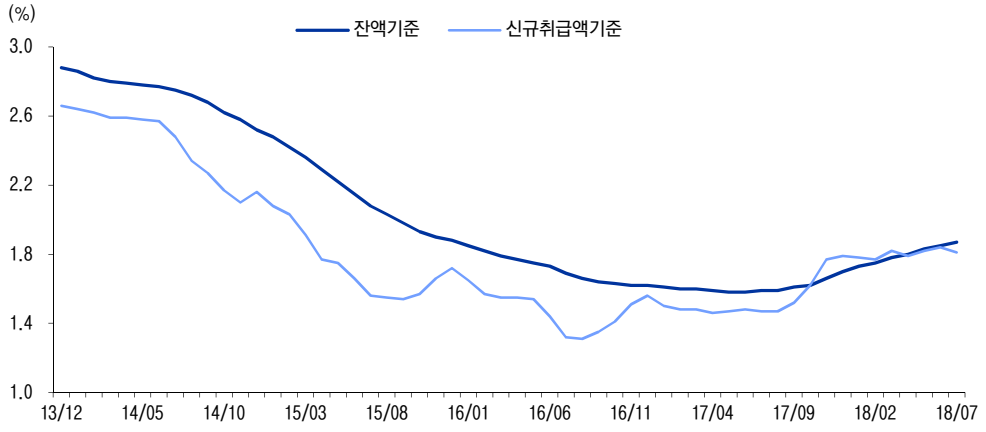
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 커버리지 4 사 분기별 NIM 전망(은행기준)



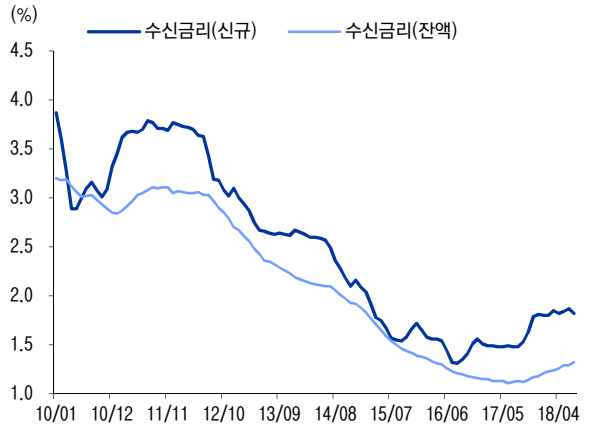
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 COFIX 추이



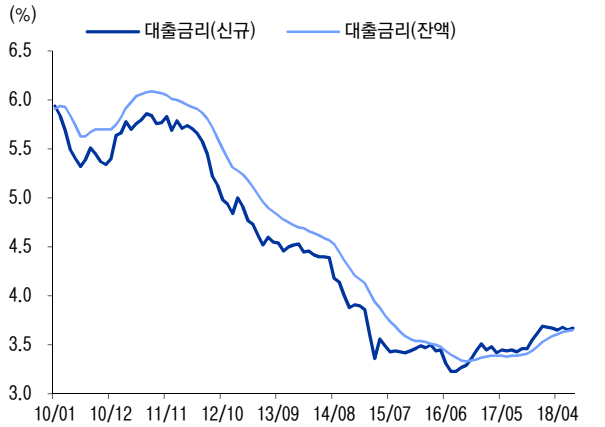
자료: 은행연합회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 예금은행 가중평균 금리_수신, 월간



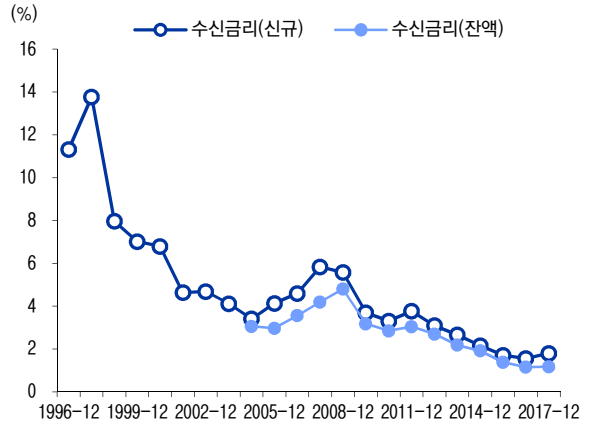
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 예금은행 가중평균 금리_여신, 월간



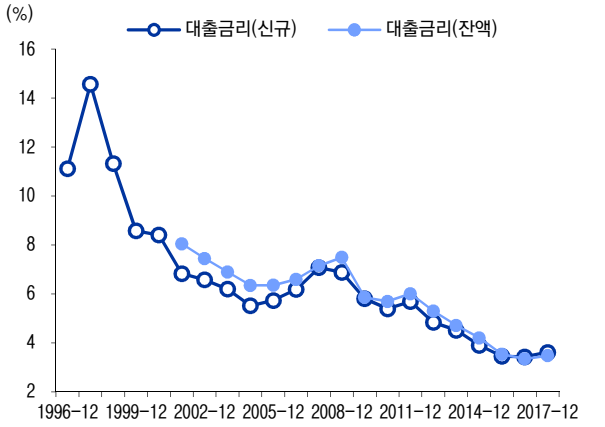
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 예금은행 가중평균 금리_수신, 연간



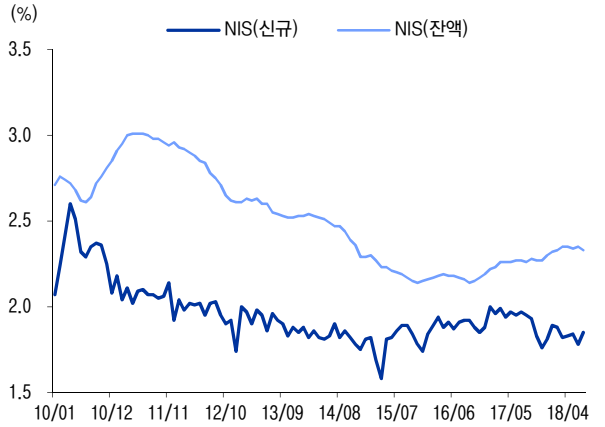
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 예금은행 가중평균 금리_여신, 연간



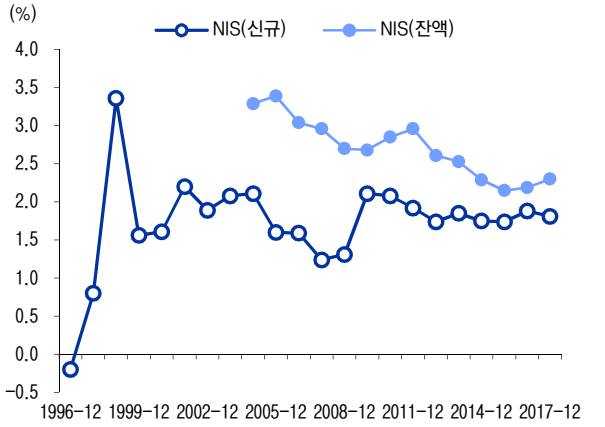
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 예금은행 가중평균금리 NIS_월간



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 예금은행 가중평균금리 NIS_연간



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

그 외의 것:
성장, 비용, 그리고 배당

Intro Perspective: 내부효율성에 집중

가계대출성장은 제한될 것입니다. 대신 중소기업대출이 좋습니다.

판관비는 구조적으로 감소할 수 밖에 없습니다. 베이비부머 세대 은퇴가 진행 중이기 때문입니다.

그리고 가장 영향이 큰 크레딧코스트가 감소합니다. 한계기업에 대한 익스포져 감소, 대기업 구조조정 등으로 크레딧 개선 싸이클에 진입하였습니다.

마지막으로 배당입니다.

은행업종의 배당수익률이 최고인 것은 다 아실 겁니다.

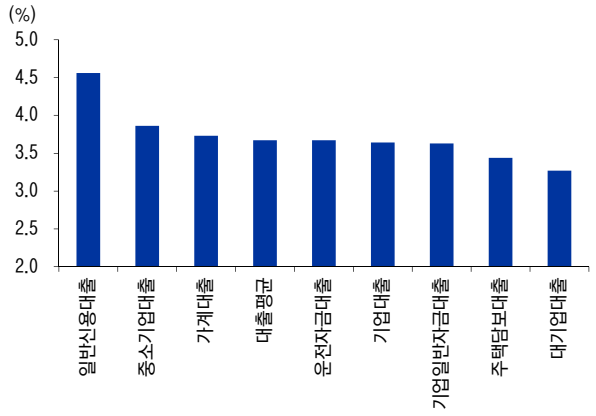
자산성장은 속도조절일뿐

가계대출 부담은 기업대출로 선회

정부의 부동산 억제 정책으로 가계대출의 증가율은 둔화되겠지만 기업대출로 선회하면서 연간 4~5%의 자산성장은 이뤄질 전망이다. 사실 대출의 수요는 어디에나 존재하기 때문에 자산성장은 은행의 선택일 뿐 현 정권하에서 가계대출 성장만 공격적으로 못할 뿐이다. 실질적으로 우리의 커버리지 4개사의 전략은 Loan growth 자체가 목표는 아니다. 상대적으로 마진이 높은 중소기업 대출에 주력할 전망이다. 중소기업 대출확대는 현 정부 정책과도 In-line한다. 2018년 7월 신규취급액 기준 중소기업대출 평균 금리는 3.86%로 일반 신용대출에 이어 두 번째로 높다.

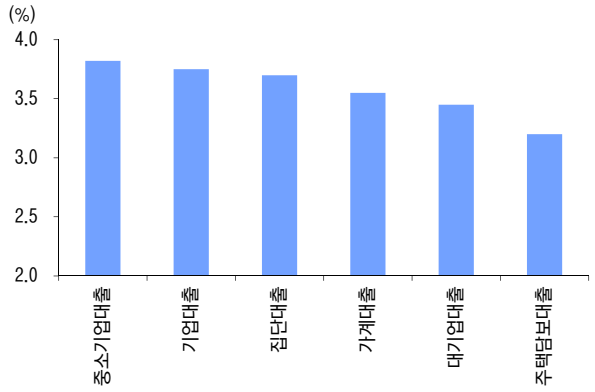
잔액기준은 가장 높다. 관건은 성장률인데 국내은행 기준 중소기업대출의 최근 3년 평균 대출 성장률은 10.3%, 가장 최근인 2017년 성장률도 7%를 상회한다. 따라서 우리의 커버리지 4개 사가 타게팅하는 4~5%성장은 무리 없을 전망이다. 최근 정부는 전세보증금 담보대출을 제한하기 위한 여러 안을 고려 중인데 전체 주택담보대출 중 전세금대출의 비중은 12.4%로 크지 않고 실수요자들의 반발이 커 관련 규제를 강화하기 쉽지 않아 산업에 미치는 영향은 중립적이다. 하지만 집값이 안정화 될 때까지 이러한 규제관련 노이즈는 계속 발생할 가능성이 크다.

그림30 용도별 대출 금리_신규취급액, 2018 년 7 월 기준



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 용도별 대출 금리_잔액, 2018 년 7 월 기준

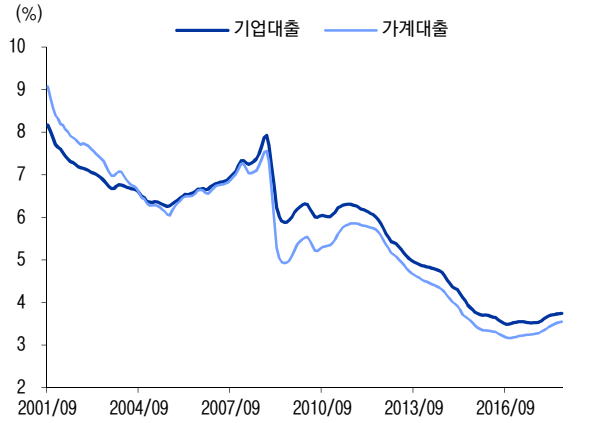


자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 용도별 대출 금리 추이 신규취급액 기준

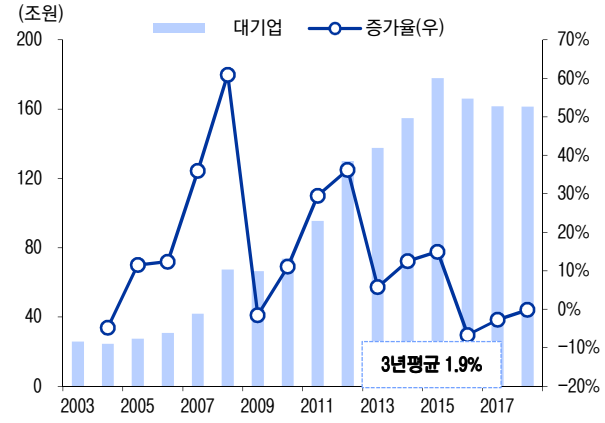
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 용도별 대출 금리 추이 잔액 기준



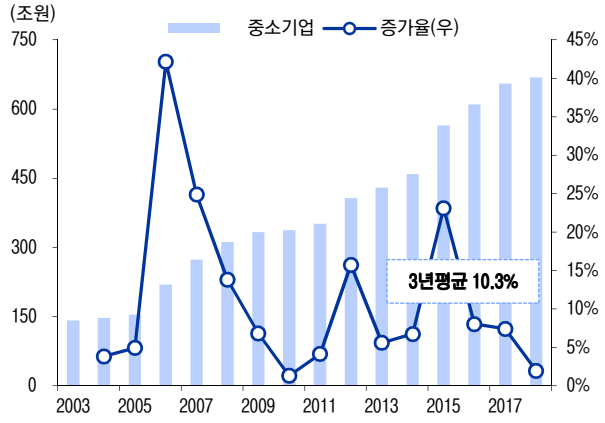
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 국내은행 대기업대출 규모 및 증가율 추이



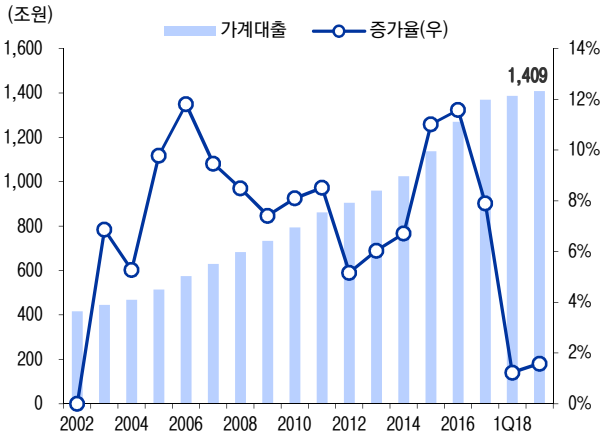
자료: 금융통계정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 국내은행 중소기업대출 규모 및 증가율 추이



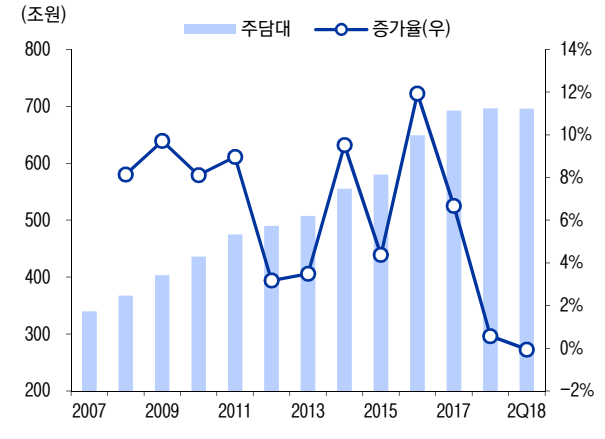
자료: 금융통계정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 국내 가계대출 규모 및 증가율 추이



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 가계대출 중 주택담보대출 규모 및 증가율 추이



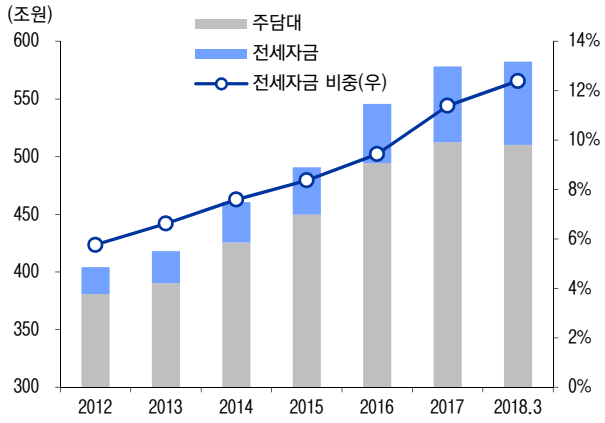
자료: 한국은행,이베스트투자증권 리서치센터

표6 전세자금 보증상품 비교

	주택금융공사	서울보증보험	주택도시보증공사
대상	수도권 5억원, 기타 3억원	없음	수도권 5억원, 기타 4억원
한도	임차보증금의 80% 이내 (최대 2.22억원)	임차보증금의 80% 이내 (최대 5억원)	임차보증금의 80% 이내 (최대 4억원)
보증비율	대출금액의 80%	대출금액의 100%	대출금액의 100%
은행 전세대출 금리	연 3.08~4.28%	연 3.56%~4.76%	연 3.31%~4.51%

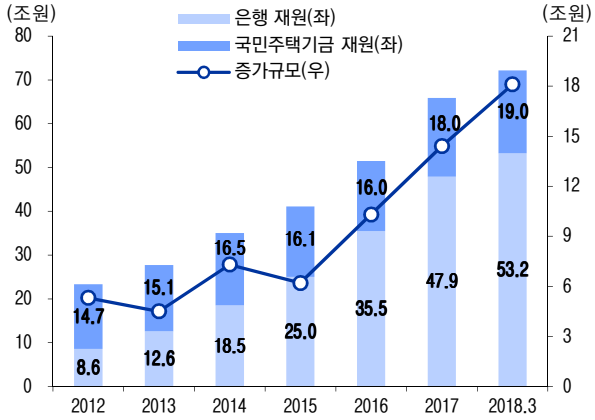
자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 주택담보대출 중 전세자금대출 비중 추이



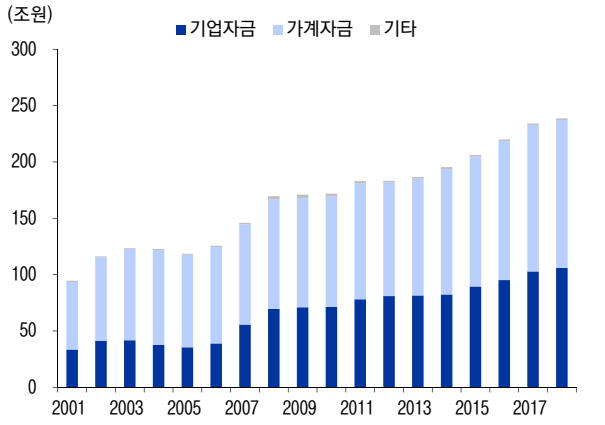
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 전세자금대출 추이



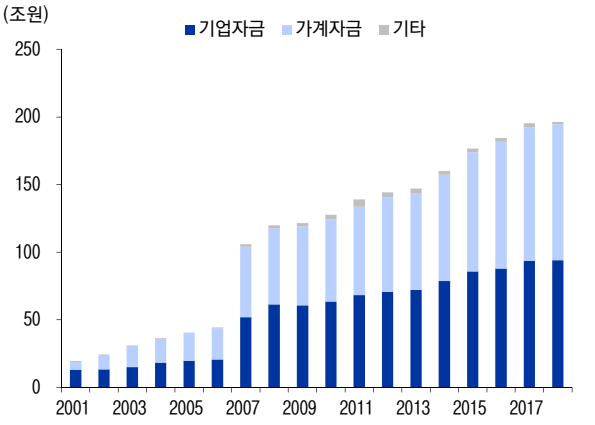
자료: 한국은행,이베스트투자증권 리서치센터

그림40 KB 국민은행 용도별 원화대출금 추이



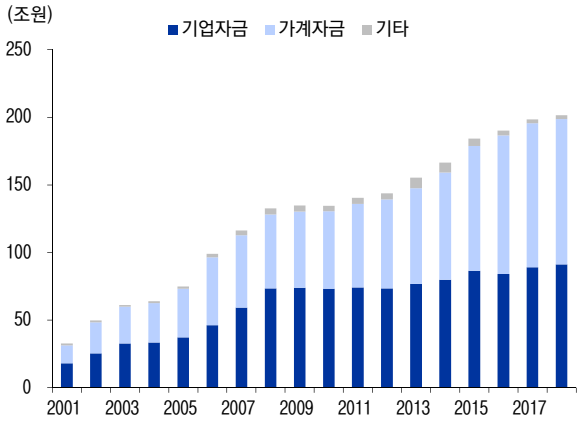
자료: 금융통계정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 신한은행 용도별 원화대출금 추이



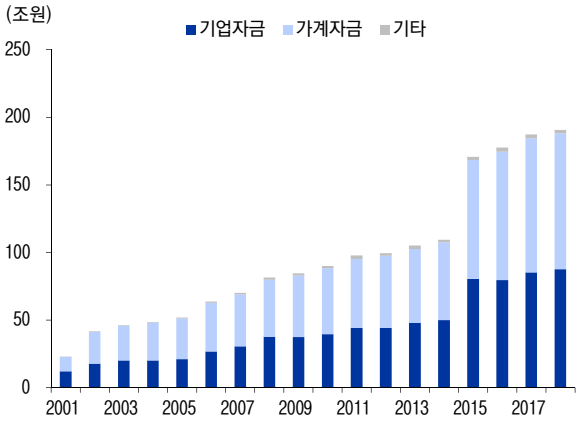
자료: 금융통계정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 우리은행 용도별 원화대출금 추이



자료: 금융통계정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 KEB 하나은행 용도별 원화대출금 추이



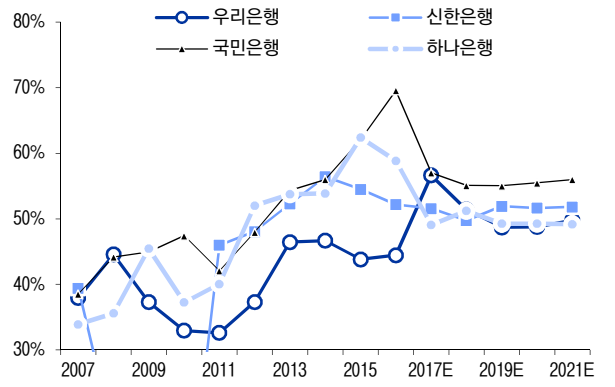
자료: 금융통계정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

구조적으로 감소하는 판관비

2008년 이후 국내 상업은행의 전체 직원수는 8만여명대를 유지하다 2013년을 기점으로 지속적으로 감소하여 2017년 말 7.8만명까지 감소하였다. 감소하는 점포수와 더불어 은행권은 지속적인 구조조정을 실시하고 있는데 그럼에도 금융산업 중 50대 비중이 가장 높아 당분간 구조적인 인원감축은 지속될 것으로 예상된다. 2018년에 이어 2019년에도 은행산업은 실적호조가 지속될 것인데 ERP(Early Retirement Program, 희망퇴직)의 적기 이기도 하다. 실질적으로 우리의 커버리지 4사는 올해 연말 ERP계획을 포함하여 중기적으로 자연감소분 포함 3,000명~5,000명의 인원감축을 예상하고 있다.

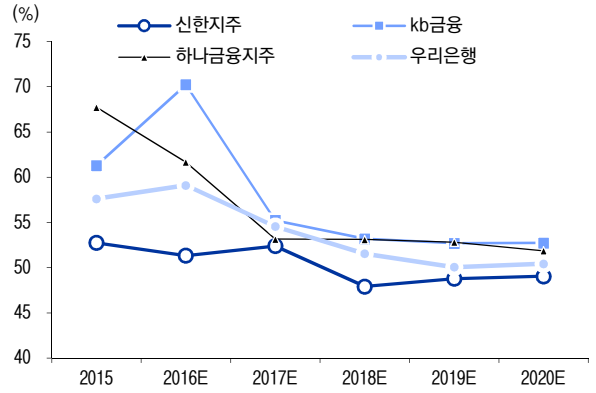
은행산업은, 구조적으로 대면업무가 인터넷과 모바일, 심지어 최근에는 무인점포로까지 이전되면서 지점 방문에 대한 니즈가 감소할 수 밖에 없다. 전통적인 여신업무는 영업점 방문이 필수였지만 인터넷전문은행의 등장으로 대출도 비대면이 가능해져 이러한 현상은 더욱 가속화되고 있다. 커버리지 4사 은행 기준 2018년 예상 CIR(Cost Income Ratio, 판관비율)은 평균 51%대가 유지될 전망이다. 당분간 산발적 규모로 회사별 ERP가 실시될 예정이기 때문에 CIR은 하락하기보다는 안정화 될 것이다.

그림44 커버리지 CIR(은행기준)



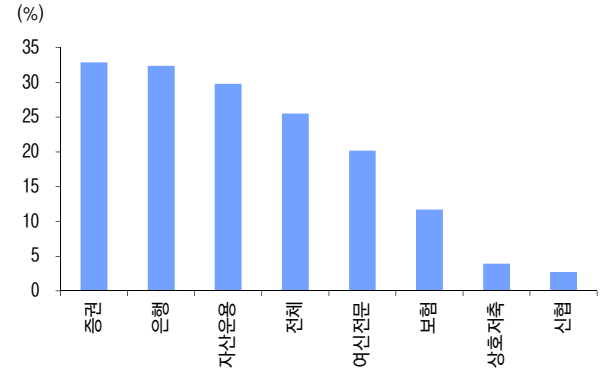
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 커버리지 CIR(지주기준)



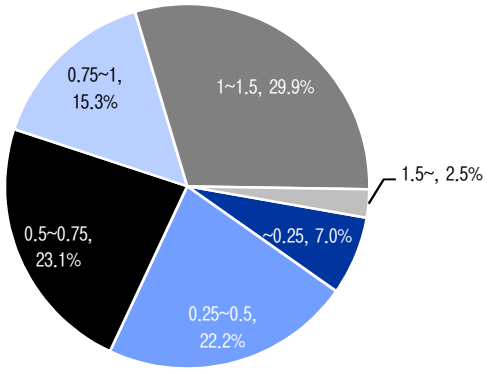
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 금융산업 업권별 급여 1억원 이상 비중



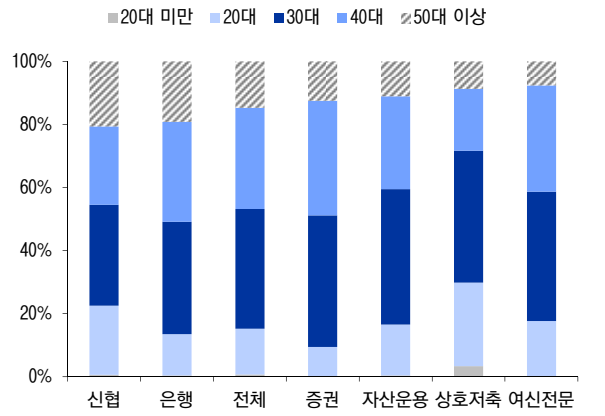
자료: 금융연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 은행산업 급여별 비중 현황



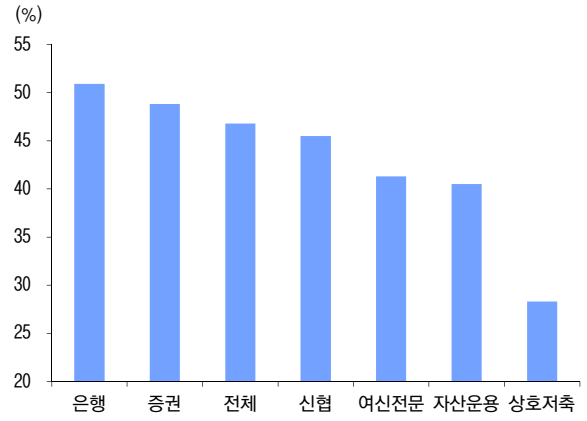
자료: 금융연구원, 이베스트투자증권 리서치센터 *단위: 억원, 2017년 말 기준

그림48 금융산업 업권별 연령대 비중 현황



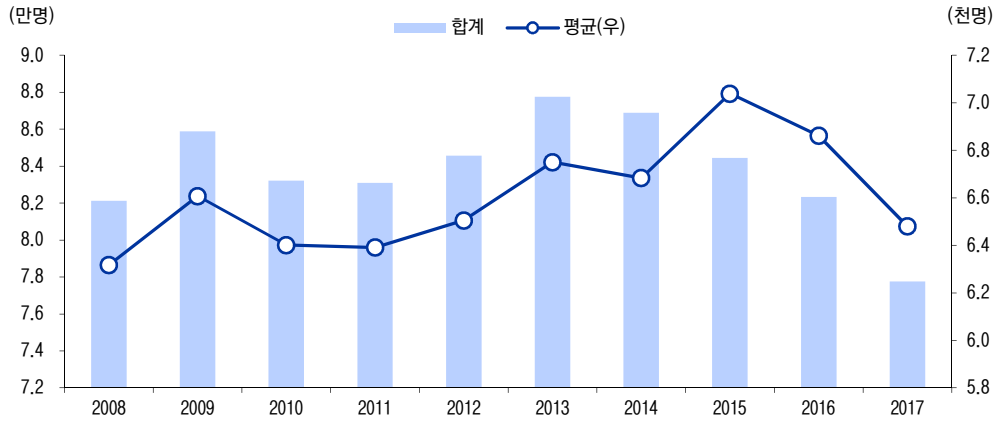
자료: 금융연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 금융산업 40 대 이상 업권별 비중



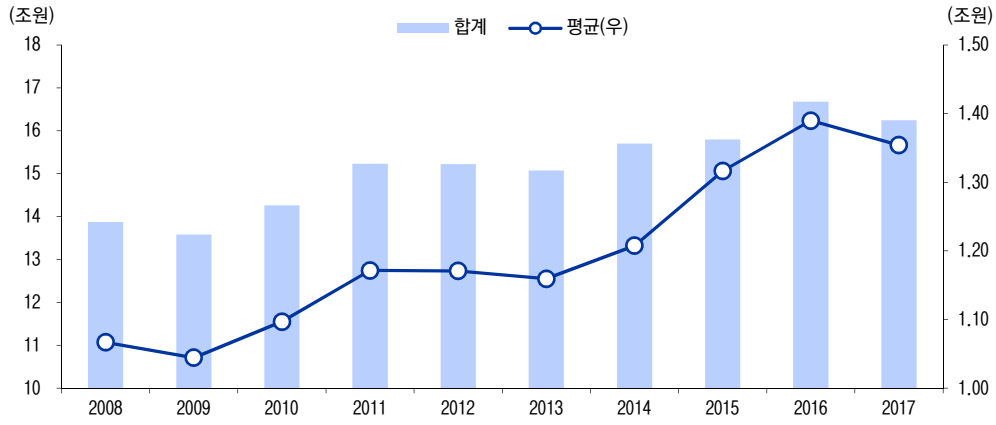
자료: 금융연구원, 이베스트투자증권 리서치센터 *2017년말 기준

그림50 국내 시중은행+지방은행 전체 및 평균 임직원수 추이



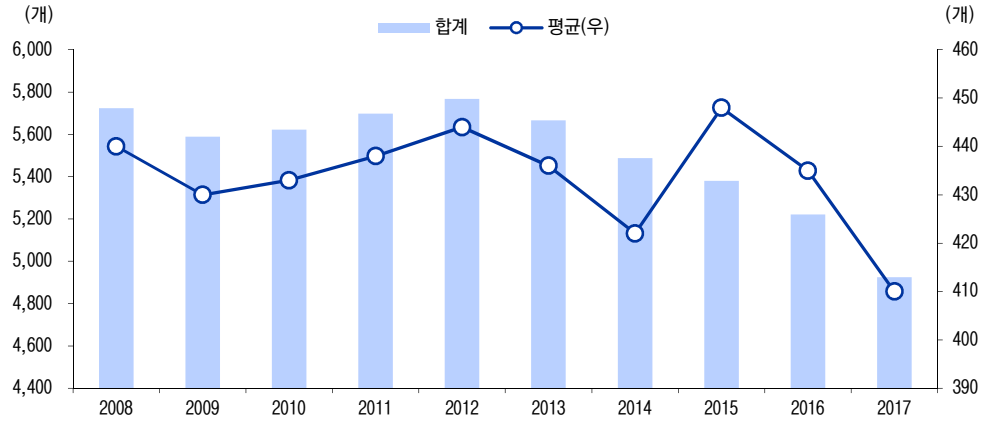
자료: 금융통계정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 국내 시중은행+지방은행 전체 및 평균 판관비 추이



자료: 금융통계정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 국내 시중은행+지방은행 전체 및 평균 지점 수 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 KB 국민은행 스마트텔러(STM)

자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 우리은행 스마트 키오스크

자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 시중은행 무인점포 현황

은행	서비스명	설치대수	업무처리 건수 (만건)	무인화 점포 수	키오스크 처리 가능 주요업무
신한은행	YSL(Your Smart Lounge)	45	23.1	3	금융상품 가입(펀드 등) 신용대출 신청 체크카드 발급 보안카드 발급 이체한도 변경 등
우리은행	위비 스마트 키오스크	48	27	3	
KB국민은행	STM(Smart Teller Machine)	30(예정)	-	-	
IBK기업은행	-	-	-	3(예정)	

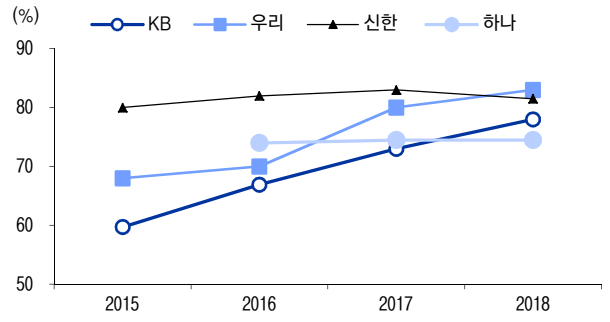
자료: 각 사, 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

안정화되는 크레딧코스트

2018년 은행의 이익 호조 중 기여비중이 가장 큰 부문이 대손비용의 감소이다. 우리의 커버리지를 비롯하여 은행산업의 크레딧 코스트 비율은 '16년 조선, 해운업에 대한 구조조정이 일단락 되면서 크게 감소하기 시작했다. 이후 보수적 여신운용 등으로 신규부실이 크게 감소하고 부실채권이 대규모 정리되었으며 일부 은행에서는 충당금 적립액보다 환입액이 더 크게 발생하여 올해 크레딧 코스트는 이례적으로 낮은 비율이 유지되고 있다. 사실 이러한 현상이 정상적인 싸이클은 아니다. 올해는 STX, 금호타이어 등 관련 환입요인으로 대손비용이 크게 감소하였다.

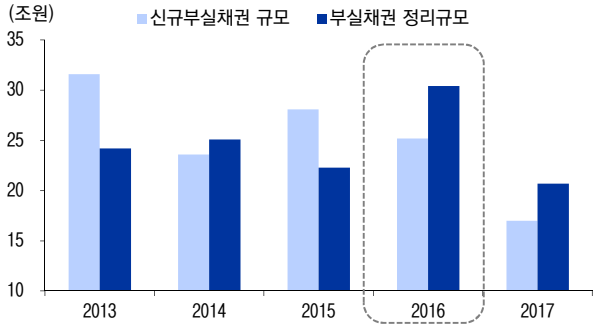
조선, 해운, 건설, 철강 등 시클리컬 산업이 구조조정 되어 대출 익스포져가 크게 감소하였고 리스크 관리 강화로 신용등급 BBB-이상의 프라임에셋 비중이 크게 증가하면서 은행들의 대손비용은 구조적으로 안정화되고 있다. 우리의 커버리지 은행기준 대손비용은 2008년 금융위기 이후 평균 1조원을 상회하다 2013년부터 지속적으로 하락하여 올해 5,000억원대 초반까지 감소할 전망이다. 이는 대손비용율 0.19%에 해당하는 수준인데 전술했듯 올해 환입요인이 많아 이례적으로 낮은 수준이다. 따라서 2019년에는 경상적인 수준으로 회복하겠지만 현재까지 크게 우려할 만한 요인은 없어 여전히 낮은 수준인 대손비용율 0.2%대는 유지될 것으로 예상한다.

그림55 커버리지 4사 기업 프라임여신 비중 추이_은행기준



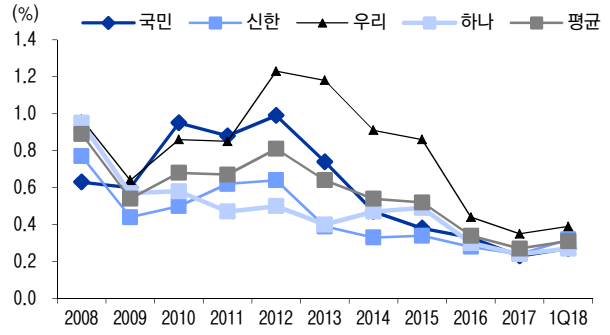
자료: 자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터
*프라임여신: 신용등급 BBB-이상 기업, 우리은행은 BBB0기준

그림56 국내 은행 부실채권 정리 규모



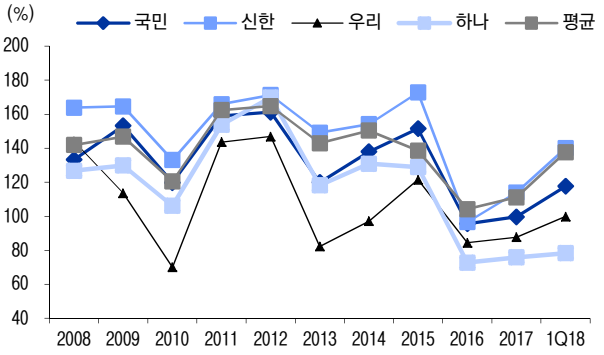
자료: 금융감독원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 커버리지 4사 연체율_은행기준



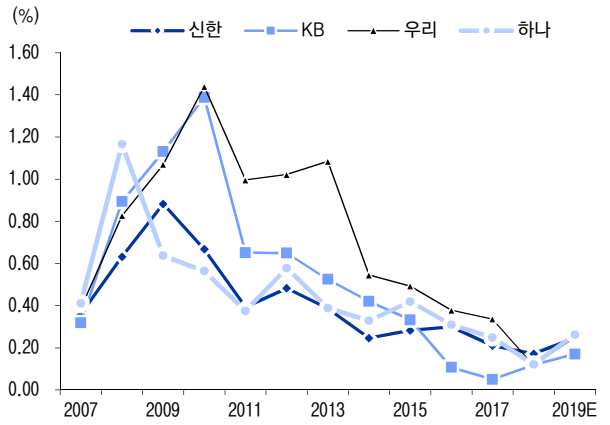
자료: 금융통계정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 커버리지 4사 NPL coverage ratio_은행기준



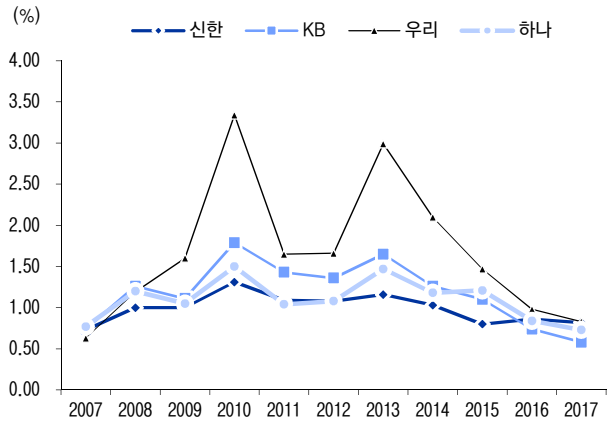
자료: 금융통계정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 커버리지 4 사 대손비용율_은행기준



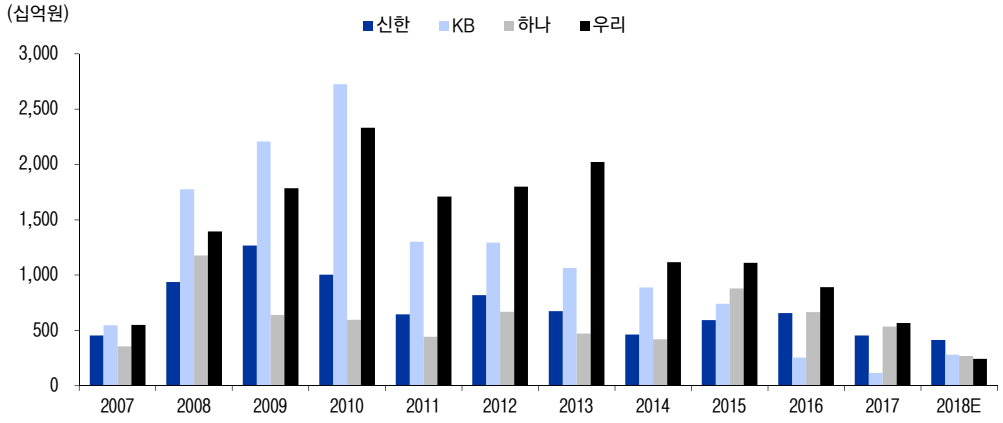
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 커버리지 4 사 고정이하여신비율_은행기준



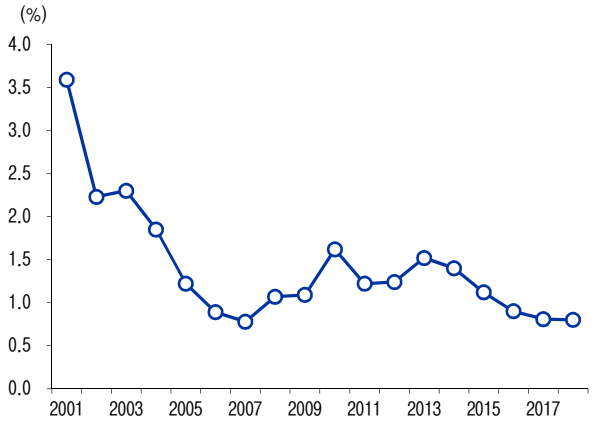
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 커버리지 4 사 대손비용 추이_은행기준



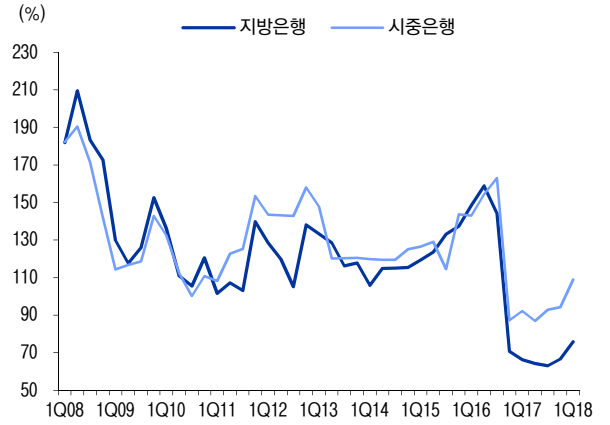
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 국내 상업은행 고정이하 여신비율



자료: 금융통계정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 국내 상업은행 NPL coverage ratio



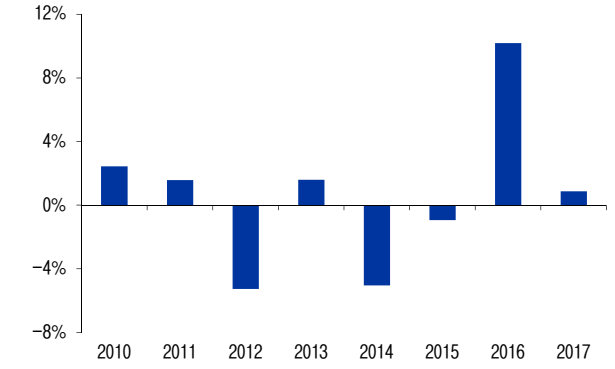
자료: 금융통계정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

이제 곧 배당시즌

배당은 은행주 투자의 중요한 요소 중 하나이다. 시중은행의 배당수익률이 3%를 상회하는 2015년부터 은행업종은 배당수익률의 상위권에 항상 랭크되었다. 하지만 은행업종 주가상승의 key trigger는 금리상승과 실적개선에 대한 기대감이다. 우리가 흔히 배당시즌이라 부르는 10~11월동안의 주가상승률을 그 해 YTD수익률과 비교해보면 은행주 수익률의 관건은 결국 실적개선임이 뚜렷하다. 하지만 그렇다고 배당을 무시할 순 없다. KRX지수 기준 은행의 배당수익률은 지난해 가장 높았으며 올해도 컨센서스 예상으로 두 번째다. 올해는 심지어 주가레벨도 상당히 하락하여 4%를 상회할 것이다.

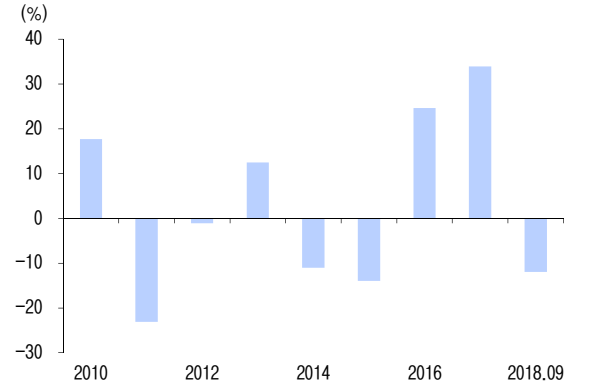
배당성향이 크게 상승할 것이라 기대되진 않는다. 하지만 이익이 증가하여 배당성향은 지난해와 비슷해도 DPS는 자연스럽게 증가할 것이다. 우리의 커버리지 평균으로 2018년 배당수익률은 4%상회할 전망이다. 보통주 기준 배당성향은 지난해와 비슷한 26% 정도로 추정하였다. 자영업자 대출을 포함한 가계대출에 대한 정부의 우려, 카드수수료율 인하 그리고 대출금리에 대한 엄격한 기준산정 등 실적이 좋아도 각종 노이즈가 주가상승을 제한한다. 올해 은행주 주가의 마지막 희망은 배당일지도 모르겠다.

그림64 10~11 월 배당시즌 시중은행 주가수익률



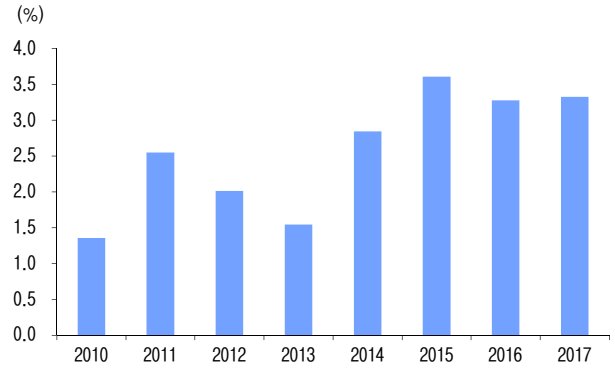
자료: 데이터가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 2010 년 이후 시중은행 주가수익률 YTD 기준



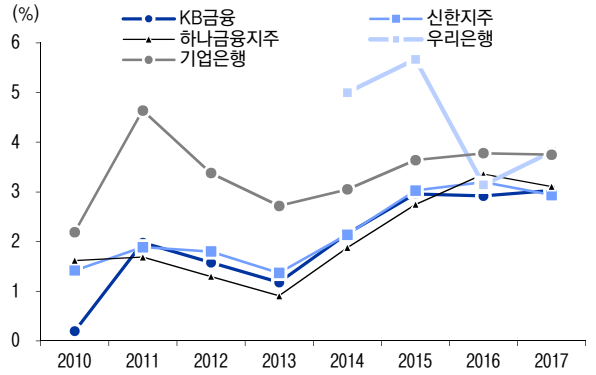
자료: 데이터가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 시중은행 평균 배당수익률_2015 년부터 3%상회



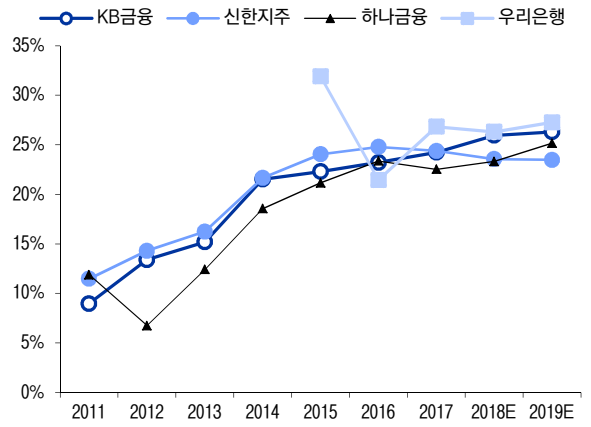
자료: 데이터가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 시중은행 배당수익률 추이



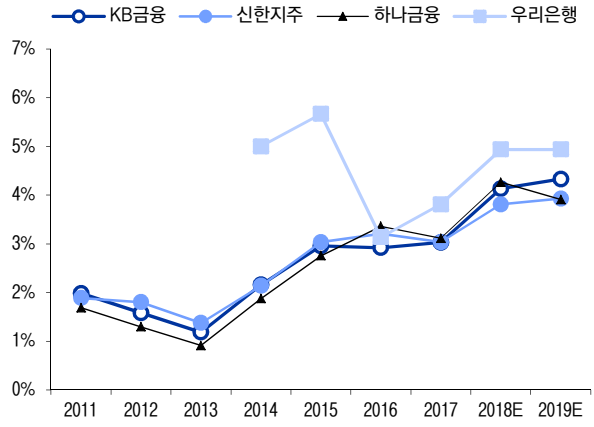
자료: 데이터가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 커버리지 4 사 배당성향 전망



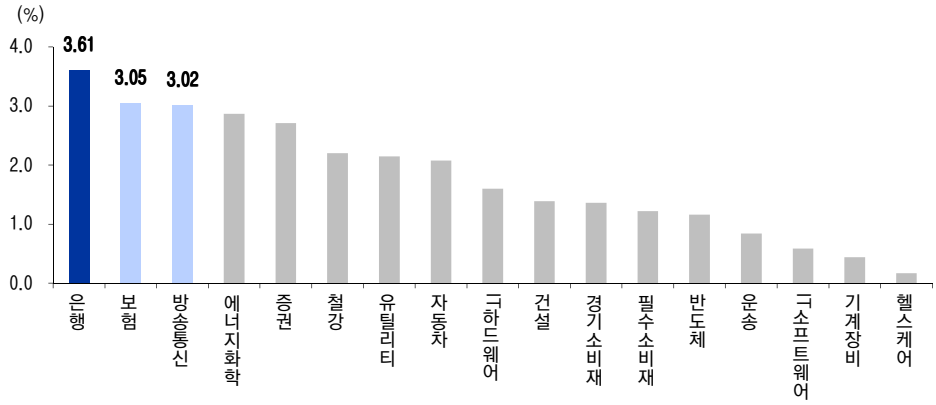
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 커버리지 4 사 배당수익률 전망



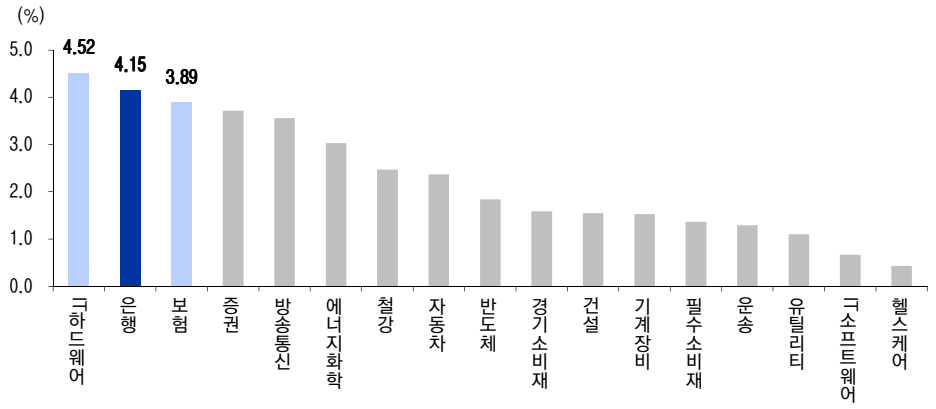
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 KRX 업종지수 기준 2017 년 배당수익률



자료: 퀀티와이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 KRX 업종지수 기준 2018 년 예상 배당수익률



자료: 퀀티와이즈, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 Valuation table

회사명		신한지주	KB금융	하나금융	우리은행
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가(원, 12MF)		55,000	65,500	57,000	22,000
주가		42,750	51,100	43,100	16,300
상승여력		29%	28%	32%	35%
시가총액(조원)		20.4	21.8	13.1	11.1
당기순이익	2016	2,775	2,144	1,330	1,261
(십억원)	2017	2,918	3,311	2,037	1,512
	2018E	3,222	3,384	2,286	2,057
	2019E	3,333	3,497	2,295	1,984
자기자본	2016	31,745	30,998	22,488	20,386
(십억원)	2017	33,703	34,039	23,874	20,422
	2018E	35,260	35,702	24,490	21,334
	2019E	37,857	38,274	26,190	22,755
총자산	2016	395,680	375,674	348,177	310,683
	2017	426,306	436,786	360,089	316,351
	2018E	456,536	478,206	384,206	329,313
	2019E	475,290	508,513	402,585	343,022
ROE	2016	8.92	6.92	5.92	6.19
(%)	2017	8.89	9.73	8.53	7.40
	2018E	9.34	9.48	9.33	9.64
	2019E	8.99	9.14	8.76	8.72
EPS	2016	5,851	5,127	4,495	1,866
(원)	2017	6,153	7,920	6,881	2,237
	2018E	6,794	8,094	7,722	3,042
	2019E	7,028	8,363	7,753	2,935
DPS	2016	1450	1250	1050	400
(원)	2017	1,500	1920	1,550	600
	2018E	1,600	2100	1,800	800
	2019E	1,550	2200	1,650	800
PER	2016	7.7	8.3	7.0	6.8
(배)	2017	8.0	8.0	7.2	7.0
	2018E	6.2	6.3	5.5	5.3
	2019E	6.0	6.1	5.4	5.5
BPS	2016	65,605	74,138	75,971	30,157
(원)	2017	69,210	81,411	80,654	30,210
	2018E	72,773	85,389	82,737	31,559
	2019E	78,134	91,540	88,479	33,661
PBR	2016	0.69	0.58	0.41	0.42
(배)	2017	0.71	0.78	0.62	0.52
	2018E	0.58	0.59	0.51	0.51
	2019E	0.54	0.55	0.48	0.48

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

하나금융지주 (086790)	38
우리은행 (000030)	43
KB 금융 (105560)	48
신한지주 (055550)	53

Universe

종목명	투자판단	목표주가
하나금융지주	Buy (신규)	57,000 원(신규)
우리은행	Buy (신규)	22,000 원(신규)
KB 금융	Buy (신규)	65,500 원(신규)
신한지주	Buy (신규)	55,000 원(신규)

하나금융지주 (086790)

2018. 9. 17 | 은행

Valuation 할인 이유가 없다

Analyst **박혜진**
02. 3779-8634
oashes@ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가 57,000 원
현재주가 43,100 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

탑티어와 차별화 될 이유가 없다. 업종 내 최선호주 제시

우리는 최선호주로 하나금융지주를 제시한다. 여러 해 발목을 잡았던 외환은행과의 통합과정에서 발생한 합병비용이 효율화되고 있다. 뿐만 아니라 올해는 비약할 만한 크레딧 코스트 비율을 보여주었다. 따라서 이익레벨은 탑티어 금융지주와 견주어도 손색이 없을 만큼 올라왔으나 연초부터 발생한 지배구조관련 노이즈와 전술한 요소들이 주가의 발목의 잡아왔다. 따라서 동사는 PER와 PBR모두 우리의 커버리지 중 가장 낮다. 2019년 forward기준 PER는 5.4배, PBR은 0.48배수준이다. 지배주주기준 연간 순이익이 2.2조원, ROE 9%를 상회할 것으로 전망되는 실적에 비해 valuation이 터무니없게 낮은 수준이다.

3분기 순이익 전 분기 대비 소폭 감익 전망

동사의 3분기 지배주주기준 순이익은 5,452억원으로 전 분기대비 -14.2%, 전년동기 대비로는 6.9%증가할 전망이다. 동사는 올해 1,2분기 연속 6,000억원 이상의 순이익을 기록하며 사상최대수준을 보여주고 있다. 3분기 금호타이어 관련 충당금 환입이 최대 800억원가량 발생할 것으로 예상되어 크레딧코스트는 0.13%로 낮은 수준이 유지될 것이다. 하지만 당 분기 실시한 ERP로 비슷한 수준의 희망퇴직비용이 발생하기 때문에 환입효과는 상쇄될 가능성이 크다. 따라서 판관비는 전 분기 대비 17.4%, 전년동기 대비 8.5%증가할 것으로 예상된다. 자산은 중소기업 대출 위주로 전 분기 대비 1.86%성장하는 양호한 모습을 보여주겠지만 NIM개선은 쉽지 않을 전망이다. 지난해 11월 인상한 기준금리에 대해 당 분기부터 부채 Repricing이 진행되어 조달비용상승부담이 존재할 것이다. 경쟁사와 마찬가지로 저원가성 핵심예금확보에 집중하겠지만 당 분기 NIM은 전 분기수준만 유지되어도 선방하는 것이다. 따라서 은행기준 NIM은 연말까지 1.57%가 유지될 것으로 우리는 추정하였다.

투자의견 Buy, 목표주가 57,000원 커버리지 개시

우리는 하나금융지주에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 57,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019F BPS 88,479원에 target PBR 0.64x를 적용하여 산정하였다. PBR 0.64x는 COE_ROE방식으로 산정된 적정 PBR 0.72x에 -10%의 디스카운트를 적용하였다. 우리는 산업 전반적으로 크레딧코스트개선에 힘입어 2019년 ROE가 고점을 기록할 것으로 예상한다. 따라서 산업 전반적인 성장성을 고려하여 커버리지 모두에 -10%의 디스카운트를 적용하였다. 따라서 목표주가 산정과정에서의 디스카운트는 동사만의 이슈는 아니다.

Stock Data

KOSPI(9/14)	2,318.25 pt	
시가총액	129,404 억원	
발행주식수	300,242 천주	
액면가	5,000 원	
52 주 최고가 / 최저가	41,350/55,500 원	
90 일 일평균거래대금	354 억원	
외국인 지분율	71.4%	
배당수익률(18.12E)	4.2%	
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-3.5%
	6 개월	-0.4%
	12 개월	-3.3%
주주구성	국민연금공단	9.5%
	The Capital Group	5.0%
	김정태	0.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원, 원, %, x)	순영업수익	YoY	영업이익	YoY	순이익	YoY	ROE	EPS	BPS	PBR	PER
2015	6,690	5.7%	1,011	-18.7%	910	-3.0%	4.1	3,073	74,829	0.32	7.68
2016	6,612	-1.2%	1,614	59.7%	1,330	46.2%	5.9	4,495	75,971	0.41	6.95
2017	7,600	14.9%	2,718	68.4%	2,037	53.1%	8.5	6,881	80,654	0.62	7.24
2018E	7,560	-0.5%	3,115	14.6%	2,286	12.2%	9.3	7,722	82,737	0.51	5.46
2019E	7,877	4.2%	3,085	-1.0%	2,295	0.4%	8.8	7,753	88,479	0.48	5.44

자료: 하나금융지주, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표9 하나금융지주 목표주가 산정내역

종목			하나금융지주
투자의견			BUY
목표주가(2019)			57,000
주가			41,900
상승여력			36%
COE		%	11.72
	Rf	%	2.2
	Equity Risk Premium	%	9.5
	Market Risk Premium	%	8.9
	Beta(52 week)	x	1.42
ROE(3yr sustainable)		%	8.39
2019F BPS		원	88,479
Implied PBR		x	0.72
Premium/Discount		%	-10.0
Target PBR		x	0.64
Spot PBR (2018E)		x	0.51

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표10 하나금융지주 분기별 실적추정

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	QoQ	YoY
순이자이익	1,192	1,258	1,302	1,348	1,340	1,402	1,397	1,393	-0.4%	7.4%
비이자이익	733	435	500	834	553	467	491	517	5.3%	-1.6%
총영업이익	1,924	1,693	1,801	2,182	1,893	1,869	1,889	1,909	1.1%	4.9%
판관비	879	914	993	1,254	915	917	1,077	1,107	17.4%	8.5%
충당금 적립전 영업이익	1,046	779	809	928	978	952	812	802	-14.7%	0.4%
대손비용	423	82	127	211	89	35	83	222	138.8%	-35.0%
충당금전입액	420	77	123	202	90	81	0	0	-100.0%	-100.0%
영업이익	623	697	681	717	889	917	729	580	-20.5%	7.1%
영업외손익	40	47	19	-25	36	-2	34	32	-1714.5%	82.4%
법인세	149	181	173	179	242	270	210	168	-22.2%	21.1%
지배주주 순이익	492.1	538.9	510.0	495.8	668.6	635.3	545.2	436.9	-14.2%	6.9%

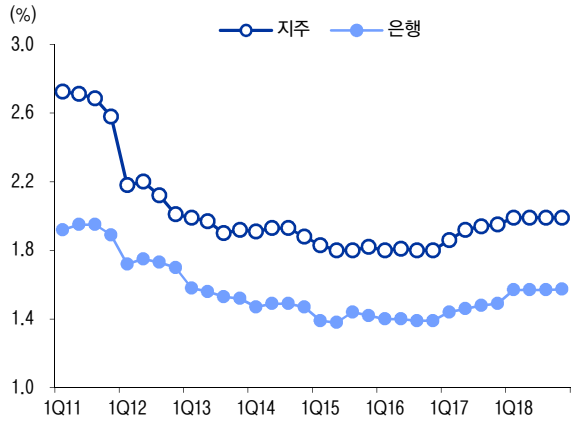
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표11 하나은행 금리감응갭 분석

(단위: 조원)	금리변화가정 / 만기별 구간	3개월	6개월	12개월	관련 민감도 결과
하나은행	자산	110	56	13	
	부채	84	40	51	
	금리감응갭	26	16	-39	
	평균잔여개월수	11	8	3	
	잔여개월수 가중치	0.875	0.625	0.250	
순이자이익변화(십억원)	0.25%	56	26	-24	57
	0.50%	112	51	-48	115
	1.00%	224	102	-97	229
NIM변화율	0.25%				2.57
	0.50%				5.15
	1.00%				10.30

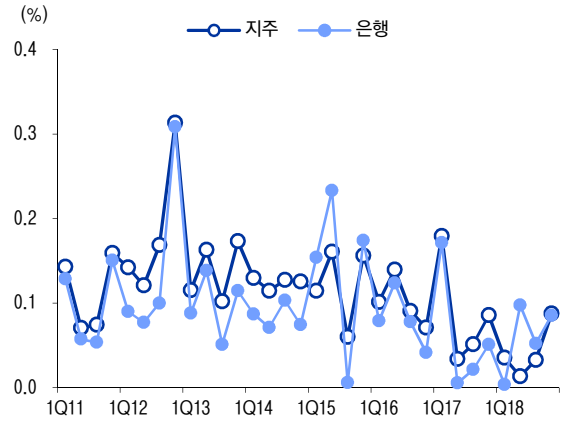
자료: 하나금융지주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 하나금융지주 NIM 추이 및 전망



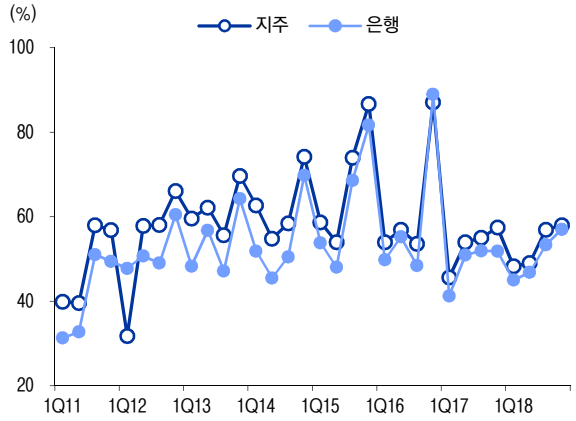
자료: 하나금융지주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 하나금융지주 credit cost ratio 추이 및 전망



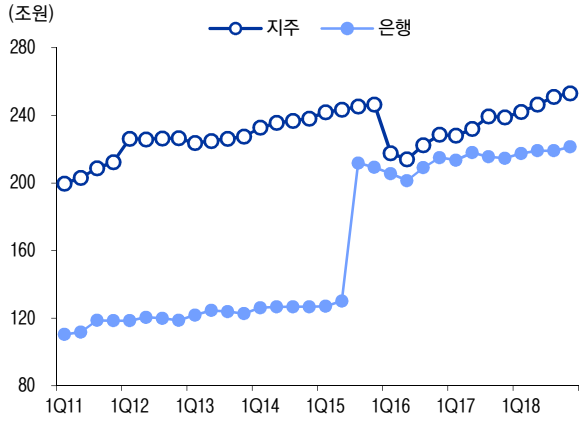
자료: 하나금융지주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 하나금융지주 판관비율 추이 및 전망



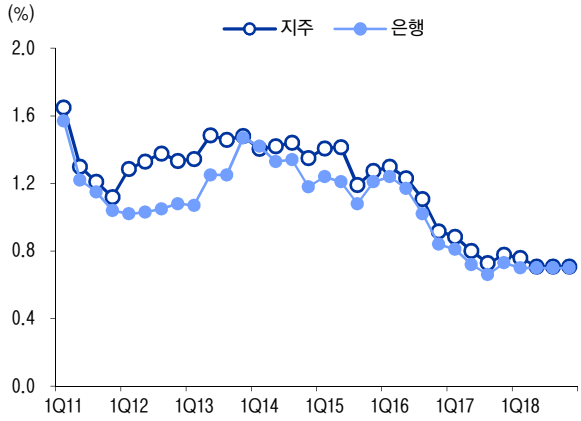
자료: 하나금융지주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 하나금융지주 이자수익부자산 추이 및 전망



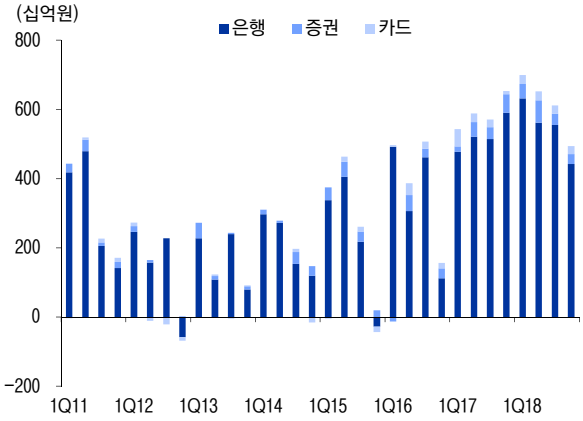
자료: 하나금융지주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 하나금융지주 고정이하여신비율 추이 및 전망



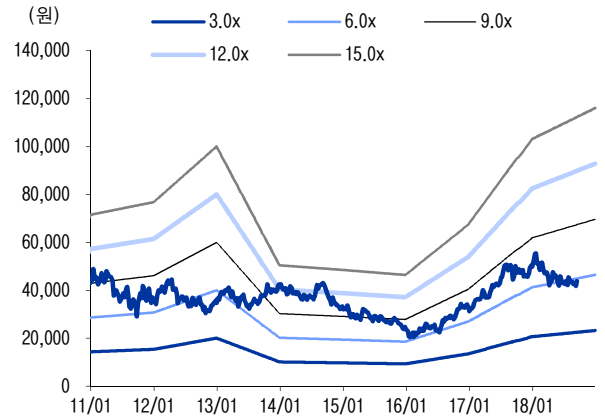
자료: 하나금융지주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 하나금융지주 자회사손익구성



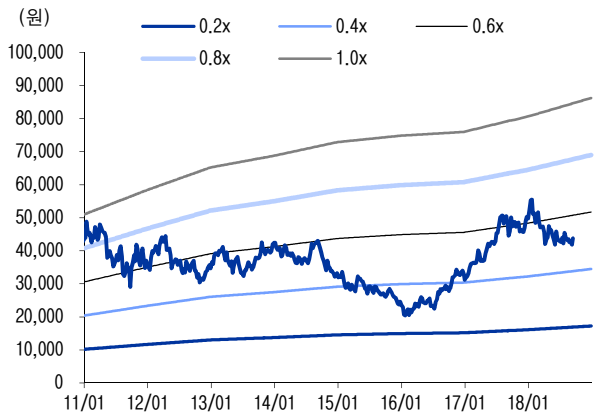
자료: 하나금융지주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 하나금융지주 PER band 추이



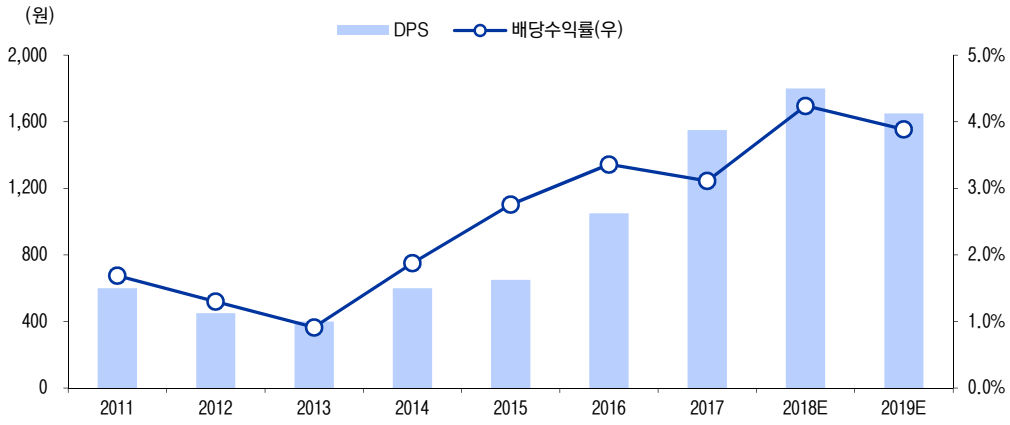
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 하나금융지주 PBR band 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 하나금융지주 DPS 및 배당수익률 추이 및 전망



자료: 하나금융지주, 이베스트투자증권 리서치센터

하나금융지주(086790)

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
순이자이익	4,642	5,100	5,532	5,600	5,739
이자이익	8,382	8,932	9,755	9,839	10,083
이자비용	3,740	3,822	4,222	4,238	4,344
비이자이익	1,970	2,500	2,028	2,277	2,333
수수료이익	2,558	3,025	3,145	3,207	3,270
수수료비용	797	999	916	992	1,015
기타이익	210	474	-298	62	78
총영업이익	6,612	7,600	7,560	7,877	8,072
판관비	4,077	4,039	4,016	4,160	4,186
충당금 적립전 영업이익	2,535	3,561	3,544	3,717	3,887
대손비용	921	843	429	632	697
영업이익	1,614	2,718	3,115	3,085	3,189
영업외손익	206	81	100	129	103
세전이익	1,820	2,799	3,215	3,214	3,292
법인세	420	682	890	884	905
당기순이익	1,400	2,117	2,325	2,330	2,387
지배주주 순이익	1,330	2,037	2,286	2,295	2,351

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
현금 및 예치금	29,226	21,851	22,755	23,679	24,640
유가증권	68,678	77,018	81,150	87,840	95,081
대출채권	228,607	238,943	253,119	262,427	272,295
유형자산	3,752	3,628	3,684	3,698	3,713
기타자산	17,915	18,650	23,498	24,940	26,471
자산총계	348,177	360,089	384,206	402,585	422,200
예수금	222,413	232,166	236,809	241,546	246,377
차입금	20,032	18,792	18,980	19,170	19,361
사채	32,306	36,444	36,809	37,177	37,549
기타부채	50,037	47,859	66,142	77,459	89,871
부채총계	324,787	335,261	358,740	375,352	393,158
자본금	1,480	1,480	1,480	1,480	1,480
자본잉여금	10,463	10,463	10,463	10,463	10,463
이익잉여금	10,575	10,463	11,053	12,770	14,530
기타	872	2,422	2,470	2,520	2,570
자본총계	23,390	24,828	25,466	27,233	29,043
지배주주지분	22,488	23,874	24,490	26,190	27,930

수익성 & 성장성

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
NIM (%)	1.80	1.92	1.99	1.99	2.00
ROA (%)	0.39	0.58	0.61	0.58	0.57
ROE (%)	5.92	8.53	9.33	8.76	8.42
CIR (%)	61.66	53.15	53.12	52.81	51.85
자산증가율 (%)	6.50	3.42	6.70	4.78	4.87
대출증가율 (%)	3.28	4.52	5.93	3.68	3.76
순이익증가율 (%)	46.25	53.09	12.23	0.40	2.46

Valuation

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(원)	4,495	6,881	7,722	7,753	7,944
BPS(원)	75,971	80,654	82,737	88,479	94,358
DPS(보통, 원)	1,050	1,550	1,800	1,650	1,750
PER	7.0	7.2	5.5	5.4	5.3
PBR	0.41	0.62	0.51	0.48	0.45
배당성향	23.4%	22.5%	23.3%	25.2%	25.2%
배당수익률	3.4%	3.1%	4.3%	3.9%	4.1%

자본적정성(%)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Tier 1	12.31	13.29	13.35	13.62	14.10
CET 1	11.77	12.74	12.85	13.14	13.65
BIS	14.33	14.97	14.78	14.98	15.40

건전성(%)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
고정이하여신비율	0.93	0.78	0.71	0.71	0.71
NPL Coverage Ratio	162.4	181.6	193.7	193.7	193.7
Credit cost ratio	0.39	0.34	0.16	0.23	0.24

자료: 하나금융지주, 이베스트투자증권 리서치센터

우리은행 (000030)

2018. 9. 17 | 보험

Analyst **박혜진**
02. 3779-8634
oashes@ebestsec.co.kr

풍성한 이벤트 대기 중

Buy (initiate)

목표주가 22,000 원
현재주가 16,300 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

판관비율 및 크레딧코스트 개선 진행 중 + 지주전환 및 배당까지

하나금융지주와 더불어 판관비율과 크레딧코스트 안정화가 비약적으로 개선되며 순이익 성장이 거침없다. 과거 문제가 되었던 대기업 관련 익스포져가 높았던 것이 구조조정과 더불어 충당금 환입으로 반영되고 있다. 상반기 지배주주 기준 순이익이 1.3조원을 상회하며 사상최대를 기록하고 있다. 주요 금융지주의 판관비 효율화 및 크레딧코스트 안정화가 어느 정도 이루어져 내년의 개선을 장담하기 힘든 가운데 동사는 이 부문에서 개선될 여지가 아직 남아있다. 우리의 커버리지 중 BBB-이상 기업여신비중이 압도적으로 높다. 따라서 크레딧코스트 안정화는 구조적인 요인이며 올해 워낙 환입액이 커 대손비용율이 상당히 낮은 수준이지만 내년에 정상화되어도 0.2%대는 유지될 전망이며 올해 2분기에 이어 4분기에도 희망퇴직을 진행할 가능성이 크다.

뿐만 아니라 지주사전환도 남아있는 커다란 이벤트다. 은행법상 자회사 출자한도는 자기자본의 20%에 불과한 반면 금융지주는 130%까지 가능하기 때문에 출자여력이 6.7조원(2018년6월말 기준)까지 증가하게 된다. M&A를 통한 추가 수익원 확보 및 다각화가 가능해지는 부분이다. 마지막으로 지난해 수준의 배당성향을 가정하면 올해 배당은 800원이 가능한데 이는 배당수익률 4.9%에 해당한다. 여러모로 이벤트가 풍성하다. 두 번째 최선호주로 제시한다.

3분기 순이익 전 분기 대비 감익, 전년동기 대비 97.2% 증가 전망

동사의 3분기 지배주주기준 순이익은 5,525억원으로 전 분기대비 -22.9%, 전년동기 대비로는 97.2%증가할 전망이다. 은행 기준 NIM은 1.52%, 연결 기준 2.00%유지될 전망이며 자산은 중소기업 대출이 증가하여 분기 대비 은행기준 1%내외로 성장이 이뤄질 전망이다. 대손비용은, (주)STX 충당금 환입 500억원이 반영될 전망이나 금호타이어 관련 환입은 불확실한 부분이다. 따라서 크레딧코스트비율은 여전히 낮은 수준이 유지될 것이다.

투자의견 Buy, 목표주가 22,000원 커버리지 개시

우리는 우리은행에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 22,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019F BPS 33,661원에 target PBR 0.65x를 적용하여 산정하였다. PBR 0.65x는 COE_ROE방식으로 산정된 적정 PBR 0.72x에 -10%의 디스카운트를 적용하였다.

Stock Data

KOSPI(9/14)	2,318.25 pt	
시가총액	110,188 억원	
발행주식수	676,000 천주	
액면가	5,000 원	
52 주 최고가 / 최저가	13,700/18,200 원	
90 일 일평균거래대금	261 억원	
외국인 지분율	27.6%	
배당수익률(18.12E)	4.9%	
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-3.2%
	6 개월	11.9%
	12 개월	-4.1%
주주구성	예금보험공사	18.4%
	국민연금공단	9.5%
	노비스 1 호 유한회사	6.0%

Stock Price

Financial Data

(단위: 십억원)	순영업수익	YoY	영업이익	YoY	순이익	YoY	ROE(%)	EPS(원)	BPS(원)	PBR(x)	PER(x)
2015	5,469	-	1,352	-	1,059	-	5.5	1,567	28,386	0.31	5.63
2016	5,888	7.7%	1,574	16.5%	1,261	19.1%	6.2	1,866	30,157	0.42	6.83
2017	6,473	9.9%	2,157	37.0%	1,512	19.9%	7.4	2,237	30,210	0.52	7.04
2018E	6,642	2.6%	2,914	35.1%	2,057	36.0%	9.6	3,042	31,559	0.51	5.33
2019E	6,767	1.9%	2,830	-2.9%	1,984	-3.5%	8.7	2,935	33,661	0.48	5.52

자료: 우리은행, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표12 우리은행 목표주가 산정내역

종목			우리은행
투자의견			BUY
목표주가(2019)			22,000
주가			16,300
상승여력			35%
COE		%	11.39
	Rf	%	2.2
	Equity Risk Premium	%	8.7
	Market Risk Premium	%	8.9
	Beta(52 week)	x	1.30
ROE(3yr sustainable)		%	8.22
2019F BPS		원	33,661
Implied PBR		x	0.72
Premium/Discount		%	-10.0
Target PBR		x	0.65
Spot PBR		x	0.51

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 우리은행 분기별 실적 추정

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	QoQ	YoY
순이자이익	1,263	1,288	1,351	1,319	1,367	1,397	1,389	1,390	-0.6%	2.8%
비이자이익	274	265	276	256	305	297	259	237	-12.8%	-6.1%
총영업이익	1,712	1,595	1,643	1,523	1,683	1,684	1,648	1,628	-2.1%	0.3%
판관비	754	784	1,109	884	740	827	768	1,088	-7.1%	-30.7%
충당금 적립전 영업이익	958	811	534	639	943	857	880	540	2.7%	64.8%
대손비용	79	204	217	284	122	-151	141	193	-193.3%	-35.0%
영업이익	879	607	317	355	820	1,008	739	346	-26.7%	133.3%
영업외손익	-50	-5	55	-207	-15	9	23	-73	154.7%	-58.0%
법인세	192	140	92	10	-212	274	209	75	-23.5%	128.0%
지배주주 순이익	637.5	460.8	280.2	133.6	589.7	716.1	552.5	198.2	-22.9%	97.2%

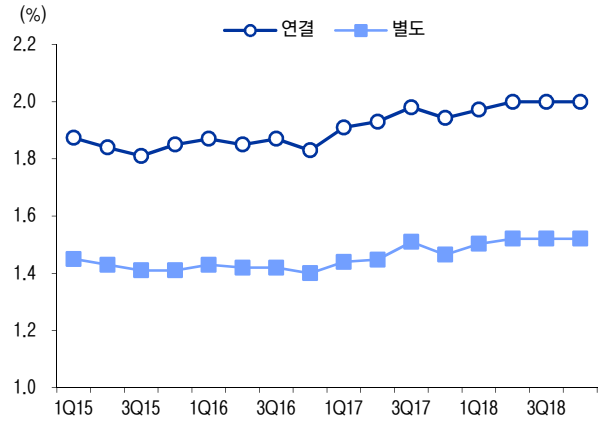
자료: 우리은행, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 우리은행 금리감응갭 분석

금리변화가정 / 만기별 구간		3개월	6개월	12개월	
우리은행	자산	122	41	21	
	부채	93	45	50	
	금리감응갭	29	-3	-28	
	평균잔여개월수	11	8	3	
	잔여개월수 가중치	0.875	0.625	0.250	
순이자이익변화 (십억원)	0.25%	64	-5	-18	41
	0.50%	128	-10	-36	82
	1.00%	255	-19	-71	165
NIM변화율	0.25%				1.82
	0.50%				3.65
	1.00%				7.29

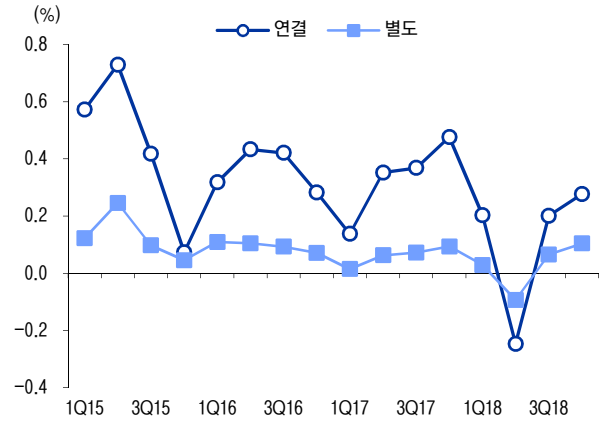
자료: 우리은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 우리은행 NIM 추이 및 전망



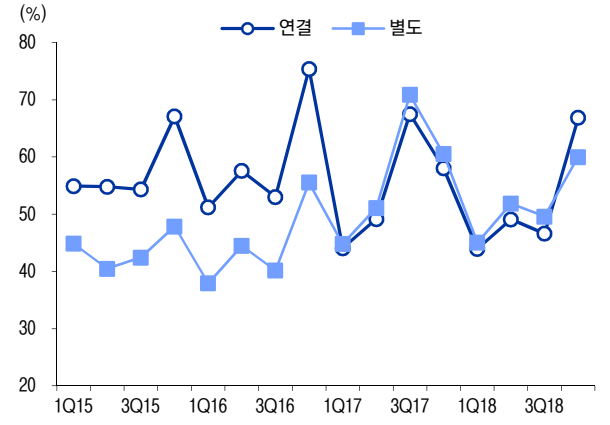
자료: 우리은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 우리은행 credit cost ratio 추이 및 전망



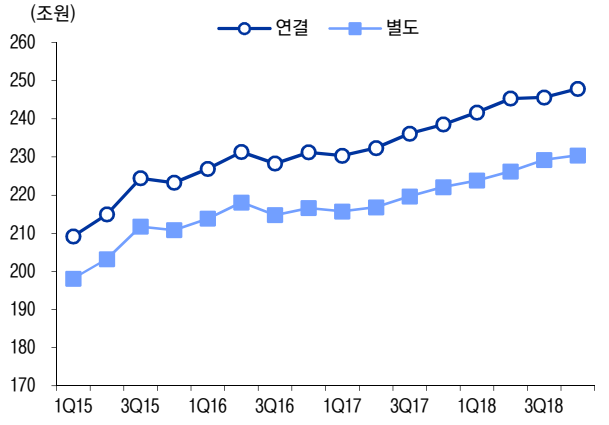
자료: 우리은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 우리은행 판관비율 추이 및 전망



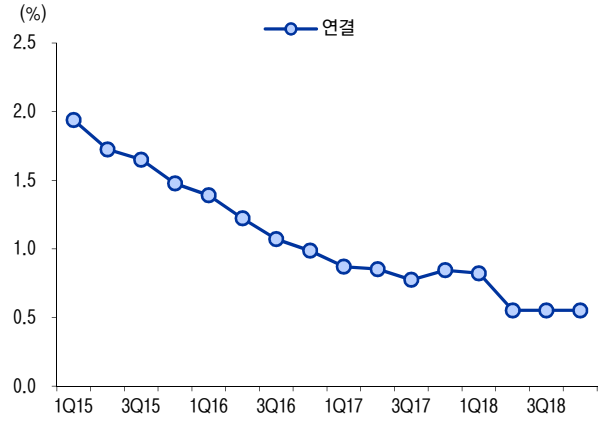
자료: 우리은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 우리은행 이자수익부자산 추이 및 전망



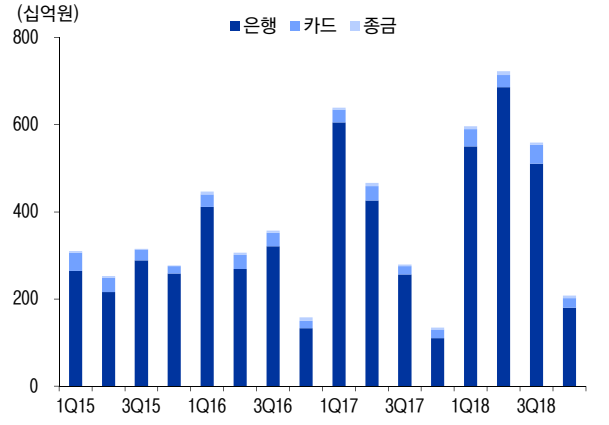
자료: 우리은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 우리은행 고정이하여신비율 추이 및 전망



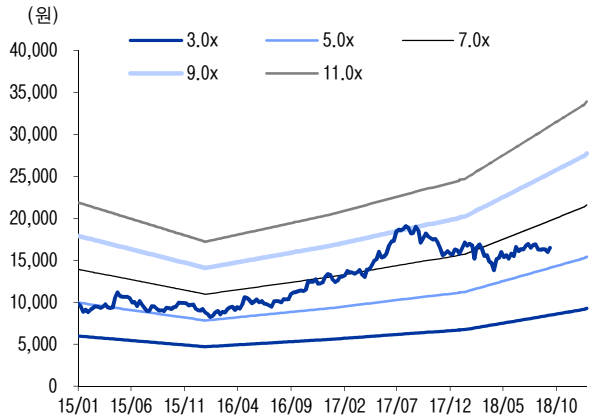
자료: 우리은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 우리은행 주요 자회사손익구성



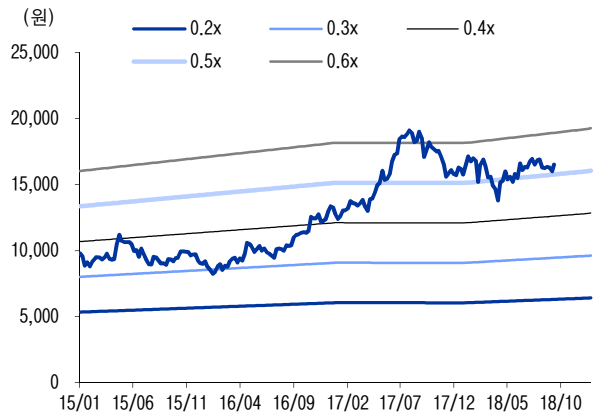
자료: 우리은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 우리은행 PER band 추이



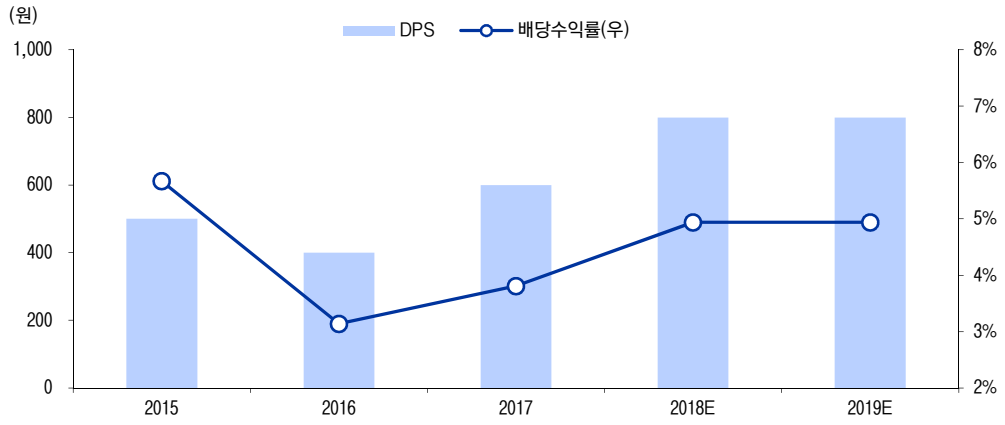
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 우리은행 PBR band 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 우리은행 DPS 및 배당수익률 추이 및 전망



자료: 우리은행, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 우리은행 금융지주 전환일정

일시	내용	비고
2018년 06월 19일	주식교환 · 이전계약일	
2018년 10월 05일	주주확정기준일	
2018년 10월 06일	주주명부 폐쇄	2018년 10월 11일까지
2018년 12월 07일	합병반대의사통지 접수	2018년 12월 27일까지
2018년 12월 28일	주주총회 예정일자	
2018년 12월 28일	주식매수청구권 행사기간	2019년 1월 7일까지
2018년 12월 29일	구주권제출기간	2019년 1월 10일까지
2019년 01월 09일	매매거래정지예정기간	2019년 2월 12일까지
2019년 01월 11일	주식교환 · 이전일자	
2019년 02월 12일	신주권교부예정일	
2019년 02월 13일	신주 상장예정일	

자료: Dart, 이베스트투자증권 리서치센터

우리은행(000030)

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
순이자이익	5,020	5,221	5,544	5,581	5,639
이자이익	8,512	8,551	9,354	9,460	9,559
이자비용	3,493	3,330	3,811	3,880	3,920
비이자이익	937	1,070	1,099	1,186	1,222
수수료이익	1,865	2,069	2,210	2,308	2,373
수수료비용	928	999	1,050	1,119	1,140
기타이익	-70	182	-61	-3	-11
총영업이익	5,888	6,473	6,642	6,767	6,861
판관비	3,479	3,531	3,423	3,387	3,460
충당금 적립전 영업이익	2,408	2,942	3,219	3,380	3,402
대손비용	834	785	306	549	583
영업이익	1,574	2,157	2,914	2,830	2,819
영업외손익	-21	-207	-56	-95	-119
세전이익	1,553	1,950	2,836	2,736	2,700
법인세	292	434	347	752	742
당기순이익	1,261	1,512	2,057	1,984	1,958
지배주주 순이익	1,261	1,512	2,057	1,984	1,958

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
현금 및 예치금	7,591	6,908	6,040	6,285	6,540
유가증권	40,379	37,945	40,250	43,568	47,160
대출채권	258,393	267,106	279,157	289,206	298,085
유형자산	2,458	2,478	2,456	2,465	2,475
기타자산	1,423	1,497	1,411	1,498	1,590
자산총계	310,683	316,351	329,313	343,022	355,850
예수금	221,020	234,695	239,389	244,177	249,060
차입금	18,770	14,785	14,933	15,082	15,233
사채	23,565	27,870	28,148	28,430	28,714
기타부채	26,781	18,381	25,336	32,393	38,495
부채총계	290,137	295,731	307,806	320,082	331,502
자본금	3,381	3,381	3,381	3,381	3,381
자본잉여금	286	286	286	286	286
이익잉여금	14,612	15,620	16,683	18,093	19,476
기타	2,107	1,134	1,157	1,180	1,204
자본총계	20,546	20,621	21,508	22,940	24,347
지배주주지분	20,386	20,422	21,334	22,755	24,151

수익성 & 성장성

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
NIM (%)	1.86	1.94	1.99	2.01	2.04
ROA (%)	0.42	0.48	0.64	0.59	0.56
ROE (%)	6.19	7.40	9.64	8.72	8.11
CIR (%)	59.1	54.5	51.5	50.1	50.4
자산증가율 (%)	6.45	1.82	4.10	4.16	3.74
대출증가율 (%)	5.53	3.37	4.51	3.60	3.07
순이익증가율 (%)	19.06	19.89	36.00	-3.52	-1.32

Valuation

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(원)	1,866	2,237	3,042	2,935	2,896
BPS(원)	30,157	30,210	31,559	33,661	35,726
DPS(보통, 원)	400	600	800	800	800
PER	6.8	7.0	5.3	5.5	5.6
PBR	0.42	0.52	0.51	0.48	0.45
배당성향	2.1	2.7	2.6	2.7	2.8
배당수익률	3.1	3.8	4.9	4.9	4.9

자본적정성(%)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Tier 1	12.68	13.03	13.03	13.29	13.90
CET 1	10.50	10.95	11.24	11.58	12.27
BIS	15.29	15.40	15.31	15.46	15.98

건전성(%)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
고정이하여신비율	0.99	0.85	0.78	0.78	0.78
NPL Coverage Ratio	88	93	132	132	132
Credit cost ratio	0.32	0.29	0.11	0.19	0.20

자료: 우리은행, 이베스트투자증권 리서치센터

KB금융 (105560)

2018. 9. 17 | 보험

Analyst **박혜진**
02. 3779-8634
oashes@ebestsec.co.kr

최대자본, 최고의 ROE

Buy (initiate)

목표주가 65,500 원
현재주가 51,100 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

최근 주가는 소외, 그럼에도 1등 프리미엄은 확고

3대금융지주 중 가장 많은 자본에도 ROE는 최고를 유지할 전망이다. 2014년 LIG손보를 시작으로 현대증권까지 잇따른 성공적인 M&A를 거치며 가장 이상적인 금융지주 수익모델을 완성했다. 최근 신한지주가 오렌지라이프를 인수하며 이익수준에 있어 1위 탈환이 가능해졌으나 본격적인 합병 및 시너지효과가 발생하기까지 동사의 입지는 당분간 유지될 전망이다. 일찌감치 판관비와 대손비용통제를 통해 수익성 제고에 집중해 왔으며 국내 최대의 리테일뱅크로써 풍부한 저원가성 수신기반을 통해 경쟁사 대비 높은 NIM을 유지하고 있다.

뿐만 아니라 차별화되는 자본비율은 주주가치환원에 대한 기대를 갖게 한다. 이러한 동사의 강점은 2016~2017년 부각되어 주가는 큰 폭의 상승을 보였고 현재는 2위권사의 크레딧코스트 개선싸이클이 진행되면서 동사의 주가는 소외 받고 있다. 하지만 향후 3년 평균 ROE는 우리의 커버리지 중 가장 높아 최대자본에도 효율성이 뛰어나다. 뿐만 아니라 동사는 우리의 커버리지 중 가장 높은 금리민감도를 보인다. 금리인상 시 가장 큰 폭의 이자이익이 증가한다.

3분기 순이익 전 분기와 비슷한 수준, 3분기 연속 9,000억원대 기록 전망

3분기 실적은 9,399억원으로 3분기 연속 9,000억원대를 기록할 전망이다. 은행기준 NIM은 1bp 상승할 것으로 전망한다. 따라서 순이자이익은 소폭 증가할 전망이나 비이자이익은 지수상황과 맞물려 금융상품판매가 전 분기보다는 원활하진 않을 것으로 예상된다. 대손비용은 현재로썬 큰 이슈는 없는 상황이다. 자산성장은 가이던스대로 순조롭게 증가할 것이다. 우리는 전 분기 대비 은행기준 이자수익부자산이 2.3%증가할 것으로 예상한다. 전세보증금, 기업, 중소기업대출이 골고루 성장할 것이다. 분기 실적 9,000억원대가 가능해졌다.

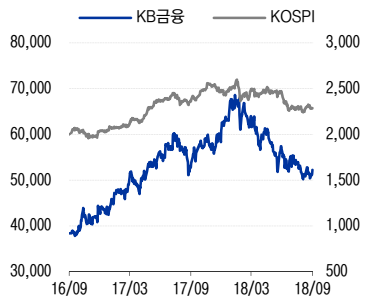
투자의견 Buy, 목표주가 65,500원 커버리지 개시

우리는 KB금융에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 65,500원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019F BPS 91,540원에 target PBR 0.72x를 적용하여 산정하였다. PBR 0.72x는 COE_ROE방식으로 산정된 적정 PBR 0.80x에 -10%의 디스카운트를 적용하였다.

Stock Data

KOSPI(9/14)	2,318.25 pt	
시가총액	213,655 억원	
발행주식수	418,112 천주	
액면가	5,000 원	
52 주 최고가 / 최저가	50,200/68,600 원	
90 일 일평균거래대금	495 억원	
외국인 지분율	70.3%	
배당수익률(18.12E)	4.1%	
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-1.2%
	6 개월	-10.3%
	12 개월	-2.2%
주주구성	국민연금공단	9.6%
	Citibank(DR)	6.4%
	KB 금융 자사주	4.1%

Stock Price



Financial Data

(단위: 십억원)	순영업수익	YoY	영업이익	YoY	순이익	YoY	ROE(%)	EPS(원)	BPS(원)	PBR(x)	PER(x)
2015	7,382	2.6%	1,821	-7.0%	1,698	21.2%	5.9	4,396	74,234	0.45	7.54
2016	7,445	0.9%	1,677	-7.9%	2,144	26.2%	6.9	5,127	74,138	0.58	8.35
2017P	10,192	36.9%	4,015	139.4%	3,311	54.5%	9.7	7,920	81,411	0.78	8.01
2018E	10,945	7.4%	4,502	12.1%	3,384	2.2%	9.5	8,094	85,389	0.59	6.28
2019E	11,315	3.4%	4,665	3.6%	3,497	3.3%	9.1	8,363	91,540	0.55	6.07

자료: KB금융, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표16 KB 금융 목표주가 산정내역

종목			KB금융
투자의견			BUY
목표주가(2019)			65,500
주가			51,100
상승여력			28%
COE		%	10.92
	Rf	%	2.2
	Equity Risk Premium	%	8.7
	Market Risk Premium	%	8.9
	Beta(52 week)	x	1.30
ROE(3yr sustainable)		%	8.68
2019F BPS		원	91,540
Implied PBR		x	0.80
Premium/Discount		%	-10.0
Target PBR		x	0.72
Spot PBR		x	0.59

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표17 KB 금융분기별 실적전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	QoQ	YoY
순이자이익	1,726	1,939	2,022	2,166	2,144	2,196	2,211	2,240	0.7%	9.4%
비이자이익	521	510	491	528	629	596	484	434	-18.7%	-1.4%
총영업이익	2,309	2,491	2,645	2,747	2,783	2,793	2,695	2,674	-3.5%	1.9%
판관비	1,167	1,322	1,307	1,832	1,392	1,352	1,294	1,783	-4.3%	-1.0%
충당금 적립전 영업이익	1,142	1,169	1,338	915	1,392	1,441	1,401	891	-2.8%	4.8%
대손비용	255	53	172	68	165	117	139	203	18.6%	-19.5%
영업이익	887	1,116	1,165	847	1,227	1,324	1,263	688	-4.6%	8.3%
영업외손익	79	131	34	-120	116	-21	34	42	-	-0.7%
세전이익	965	1,247	1,200	727	1,343	1,303	1,296	730	-0.5%	8.1%
법인세	78	242	302	173	375	356	357	201	0.1%	18.0%
지배주주 순이익	870.1	990.1	897.5	553.7	968.2	946.8	939.9	529.3	-0.7%	4.7%

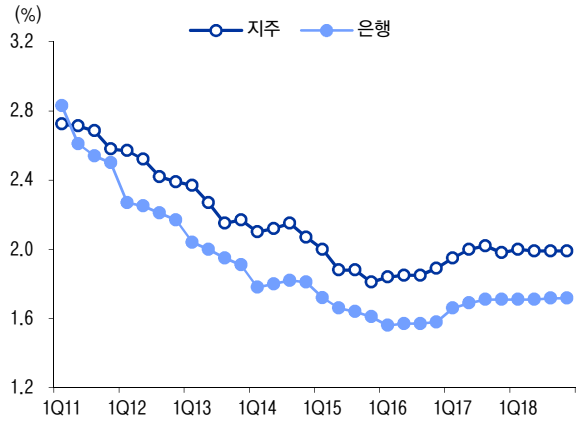
자료: KB금융, 이베스트투자증권 리서치센터

표18 국민은행 금리감응갭 분석_커버리지 중 민감도 가장 큼

	금리변화가정 / 만기별 구간	3개월	6개월	12개월	
국민은행	자산	134	61	46	
	부채	96	39	54	
	금리감응갭	37	22	-8	
	평균잔여개월수	11	8	3	
	잔여개월수 가중치	0.875	0.625	0.250	
순이자이익변화(십억원)	0.25%	82	34	-5	111
	0.50%	164	69	-10	222
	1.00%	327	138	-21	444
NIM변화율	0.25%				4.33
	0.50%				8.66
	1.00%				17.32

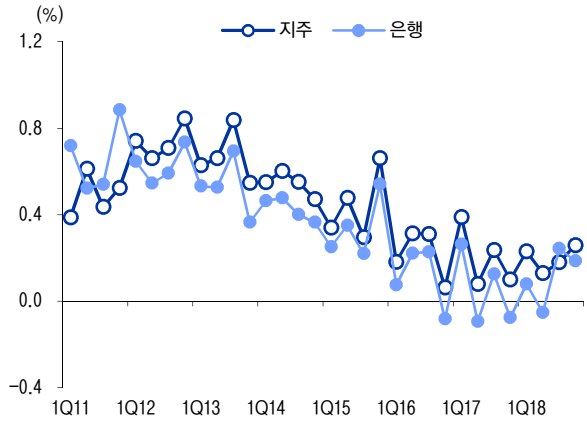
자료: KB금융, 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 KB 금융 NIM 추이 및 전망



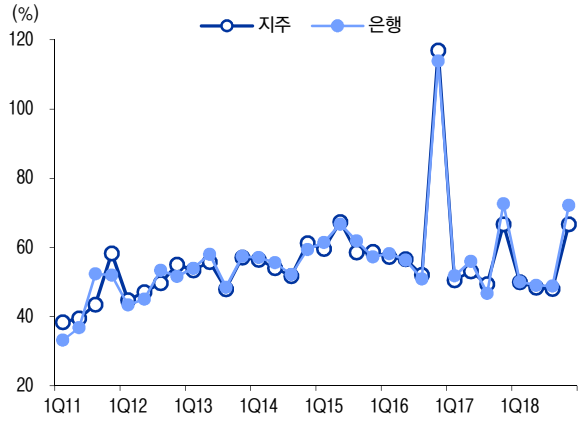
자료: : KB금융, 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 KB 금융 credit cost ratio 추이 및 전망



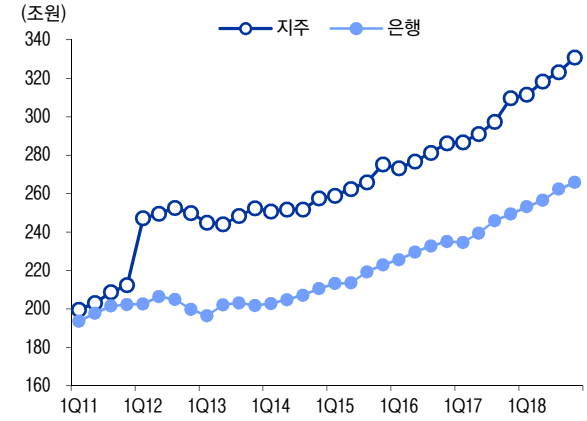
자료: : KB금융, 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 KB 금융 판관비율 추이 및 전망



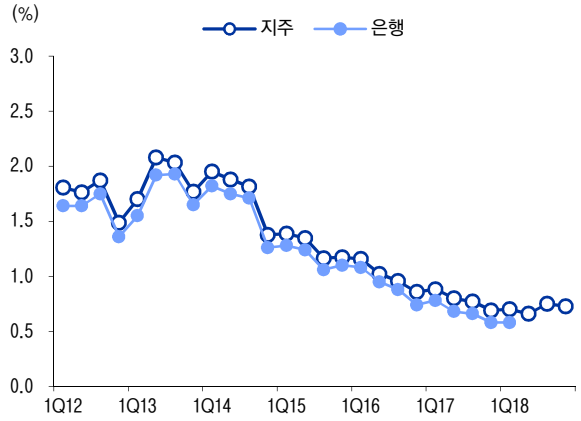
자료: KB금융, 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 KB 금융 이자수익부자산 추이 및 전망



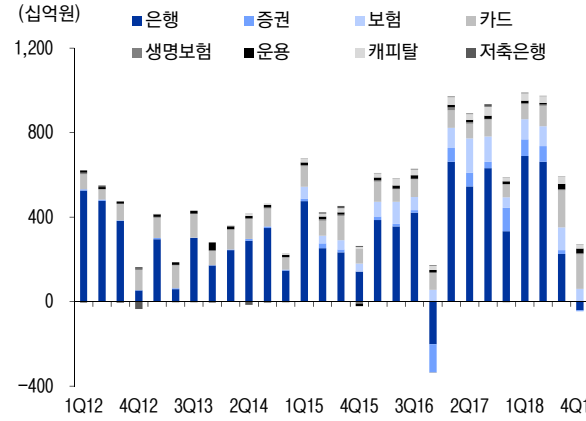
자료: KB금융, 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 KB 금융 고정이하여신비율 추이 및 전망



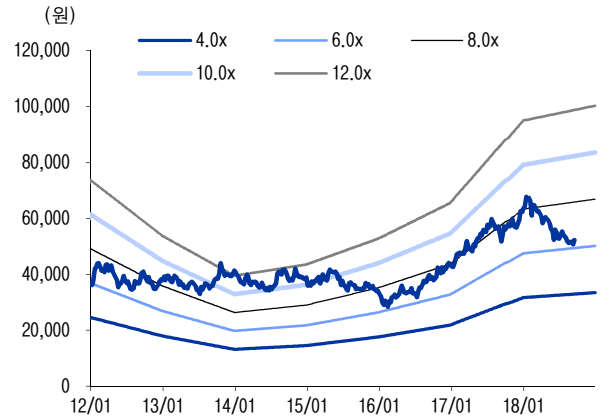
자료: KB금융, 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 KB 금융 주요 자회사손익구성



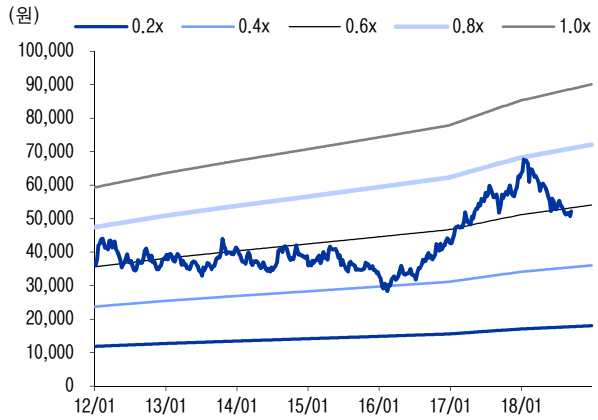
자료: KB금융, 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 KB 금융 PER band 추이



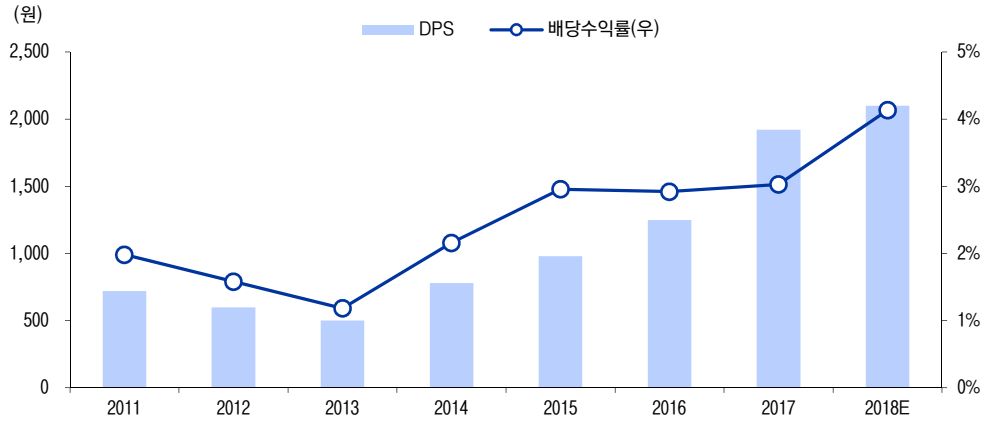
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 KB 금융 PBR band 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 KB 금융 DPS 및 배당수익률 추이 및 전망



자료: KB금융, 이베스트투자증권 리서치센터

KB금융(105560)

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
순이자이익	6,403	7,853	8,791	9,076	9,348
이자이익	10,022	11,525	13,374	13,897	14,314
이자비용	3,619	3,673	4,582	4,821	4,966
비이자이익	1,585	2,050	2,143	2,239	2,288
수수료이익	3,280	4,673	5,180	5,470	5,768
수수료비용	2,238	2,334	3,094	3,277	3,454
기타이익	-543	289	37	46	-26
총영업이익	7,445	10,192	10,945	11,315	11,636
판관비	5,229	5,629	5,821	5,961	6,136
충당금 적립전 영업이익	2,216	4,564	5,124	5,353	5,500
대손비용	539	548	623	688	791
영업이익	1,677	4,015	4,502	4,665	4,709
영업외손익	952	123	171	158	151
세전이익	2,629	4,139	4,673	4,823	4,860
법인세	439	795	1,289	1,326	1,337
당기순이익	2,190	3,344	3,384	3,497	3,524
지배주주 순이익	2,144	3,311	3,384	3,497	3,524

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
현금 및 예치금	17,885	19,818	20,174	20,993	21,845
유가증권	76,388	102,146	115,530	125,053	135,362
대출채권	265,486	290,123	312,984	331,474	349,170
유형자산	4,382	5,050	5,868	5,891	5,915
기타자산	11,532	19,649	23,651	25,102	26,642
자산총계	375,674	436,786	478,206	508,513	538,935
예수금	239,730	255,800	260,916	266,134	271,457
차입금	26,252	28,821	29,109	29,400	29,694
사채	34,992	44,993	45,443	45,897	46,356
기타부채	31,316	61,104	107,030	128,801	150,589
부채총계	344,412	402,741	442,497	470,232	498,096
자본금	2,091	2,091	2,091	2,091	2,091
자본잉여금	16,995	17,122	17,123	17,123	17,123
이익잉여금	12,229	15,044	16,712	19,288	21,850
기타	-53	-212	-216	-221	-225
자본총계	31,261	34,045	35,709	38,281	40,839
지배주주지분	30,998	34,039	35,702	38,274	40,831

수익성 & 성장성

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
NIM (%)	1.86	1.99	1.99	2.00	2.01
ROA (%)	0.61	0.82	0.74	0.71	0.67
ROE (%)	6.92	9.73	9.48	9.14	8.63
CIR (%)	70.23	55.22	53.18	52.69	52.73
자산증가율 (%)	14.16	16.27	9.48	6.34	5.98
대출증가율 (%)	8.36	9.28	7.88	5.91	5.34
순이익증가율 (%)	26.23	54.47	2.20	3.32	0.77

Valuation

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(원)	5,127	7,920	8,094	8,363	8,427
BPS(원)	74,138	81,411	85,389	91,540	97,656
DPS(보통, 원)	1,250	1,920	2,100	2,200	1,700
PER	8.3	8.0	6.3	6.1	6.0
PBR	0.58	0.78	0.59	0.55	0.52
배당성향	23.2%	24.2%	25.9%	26.3%	27.3%
배당수익률	2.9%	3.0%	4.1%	4.3%	3.3%

자본적정성(%)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Tier 1	14.4	14.6	14.4	14.3	14.5
CET 1	14.2	14.6	14.4	14.3	14.5
BIS	15.3	15.2	14.9	14.8	14.9

건전성(%)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
고정이하여신비율	0.86	0.69	0.73	0.71	0.71
NPL Coverage Ratio	200.4	234.7	227.0	232.2	231.7
Credit cost ratio	0.22	0.20	0.20	0.21	0.23

자료: KB 금융, 이베스트투자증권 리서치센터

신한지주 (055550)

2018. 9. 17 | 은행

Analyst **박혜진**
02. 3779-8634
oashes@ebestsec.co.kr

1위 재 탈환, 노려볼만하다

Buy (initiate)

목표주가 55,000 원
현재주가 42,750 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

원래의 강자였다. 내부 시너지를 통한 이익창출 극대화에 주목

동사는 2008년 금융위기 이후 탁월한 위험관리능력이 부각되면서 근 10년간 리딩뱅크의 자리를 지켜왔다. 특유의 확고한 '신한 DNA'는 인수합병 후에도 큰 이질감 없이 자회사간 시너지를 크게 발생시킨다. 하지만 경쟁사들의 자산클린화작업과 더불어 안정적 크레딧싸이클에 접어들면서 동사의 강점이 많이 퇴색된 상황이다. 따라서 얼마 전 오렌지라이프에 대한 인수결정을 발표하며 승부수를 띄웠다. 생명보험산업의 성장성이 요원한 가운데 관건은 오렌지라이프의 31조원에 해당하는 운용자산의 방향성과 자회사간 협업을 통한 수익성 창출에 달렸다.

동사는 최근 증권-자산운용-은행간 협업을 통한 투자처 발굴에 적극적이다. 국내 금융산업의 지난한 환경에 성장성이 발목 잡혀 내부적 시너지를 통한 효율성의 극대화에 초점을 맞춘 듯 하다. 사실 미래에셋금융그룹의 행보에서도 볼 수 있듯이 증권-자산운용-생명보험은 활용할 만한 도구가 꽤 많다. 거기에 은행까지 더해진다면 경우의 수는 더 많아진다. 아직은 스토리텔링에 국한된 추정이지만 오렌지라이프가 미래에셋생명보다 자본비율에 있어 훨씬 여유 있는 상황이기 때문에 일단 회계부담을 덜고 시작할 수 있다. 100%자회사가 되기 전까지 남은 작업들이 산재해 있지만 1위 재 탈환을 노려볼 만 하다.

3분기 8,000억원대 순이익 기록 전망

3분기 지배주주 기준 순이익은 8,283억원으로 전 분기대피 소폭 감소, 전년동기와 비슷한 수준이 유지될 전망이다. 전 분기는 처분익, 충당금 환입등 one-off요인이 많았다. 당 분기는 큰 일회성 없이 경상적 수준을 기록할 전망이다. 은행 기준 NIM은 상반기 타사 대비 크게 상승하며 선방하여 당 분기는 2분기 수준인 1.63%가 유지되거나 혹은 소폭 감소할 수도 있을 것으로 예상한다. 자산은 가이던스를 충분히 충족시킬 것이다. 당분기 전세자금, 기업 여신 중심 성장으로 2%대 성장이 가능할 전망이다. 작년 연말 대규모로 실시한 희망퇴직의 영향이 올해 하반기부터 본격적으로 반영되어 하반기 평균 판관비율은 지난해 대비 감소가 불가피하다.

투자의견 Buy, 목표주가 55,000원 커버리지 개시

우리는 신한지주에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 55,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019F BPS 77,791원에 target PBR 0.72x를 적용하여 산정하였다. PBR 0.72x는 COE_ROE방식으로 산정된 적정 PBR 0.80x에 -10%의 디스카운트를 적용하였다.

Stock Data

KOSPI(9/14)	2,318.25 pt	
시가총액	202,720 억원	
발행주식수	474,200 천주	
액면가	5,000 원	
52 주 최고가 / 최저가	41,450/53,400 원	
90 일 일평균거래대금	418 억원	
외국인 지분율	69.3%	
배당수익률(18.12E)	4.0%	
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-3.2%
	6 개월	2.3%
	12 개월	-11.5%
주주구성	국민연금공단	9.6%
	BlackRock Fund	5.1%
	BNP 파리바 S.A.	3.6%

Stock Price

Financial Data

(단위: 십억원)	순영업수익	YoY	영업이익	YoY	순이익	YoY	ROE(%)	EPS(원)	BPS(원)	PBR(x)	PER(x)
2015	8,486	5.2%	2,973	12.0%	2,367	13.7%	7.7	4,992	65,035	0.61	7.92
2016	8,782	3.5%	3,109	4.6%	2,775	17.2%	8.9	5,851	65,605	0.69	7.73
2017	9,184	4.6%	3,829	23.2%	2,918	5.2%	8.9	6,153	69,210	0.71	8.03
2018E	10,117	10.2%	4,518	18.0%	3,222	10.4%	9.4	6,794	72,577	0.58	6.18
2019E	10,628	5.1%	4,669	3.3%	3,333	3.4%	9.0	7,028	77,791	0.54	5.98

자료: 신한지주, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표19 신한지주 목표주가 산정내역

종목			신한지주
투자의견			BUY
목표주가(2019)			55,000
주가			42,000
상승여력			31%
COE		%	10.92
	Rf	%	2.2
	Equity Risk Premium	%	8.7
	Market Risk Premium	%	8.9
	Beta(52 week)	x	1.30
ROE(3yr sustainable)		%	8.67
2019F BPS		원	77,791
Implied PBR		x	0.80
Premium/Discount		%	-10.0
Target PBR		x	0.72
Spot PBR		x	0.58

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 신한지주 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	QoQ	YoY
순이자이익	1,869	1,915	1,987	2,072	2,059	2,122	2,151	2,186	1.4%	8.3%
비이자이익	297	466	341	236	384	512	378	325	-26.2%	10.7%
총영업이익	2,167	2,381	2,328	2,308	2,443	2,634	2,529	2,511	-4.0%	8.6%
판관비	1,065	1,078	1,081	1,587	1,087	1,126	1,177	1,456	4.5%	9.0%
충당금 적립전 영업이익	1,102	1,303	1,247	721	1,356	1,508	1,351	1,054	-10.4%	8.3%
대손비용	-196	147	208	385	179	174	144	255	-16.9%	-30.6%
영업이익	1,298	1,156	1,039	335	1,177	1,334	1,207	800	-9.5%	16.1%
영업외손익	-7	-34	-41	115	-14	25	-49	36	-294.6%	19.7%
세전이익	1,306	1,190	1,080	221	1,191	1,309	1,158	835	-11.5%	7.2%
법인세	298	288	252	10	322	361	318	230	-11.7%	26.3%
지배주주 순이익	997	892	817	211	858	938	828	598	-11.7%	1.4%

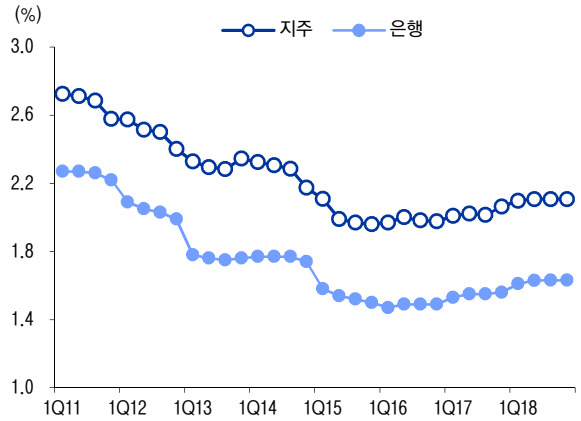
자료: 신한지주, 이베스트투자증권 리서치센터

표21 신한은행 금리감응갭 분석

	금리변화가정 / 만기별 구간	3개월	6개월	12개월	
신한은행	자산	123	53	24	
	부채	84	45	53	
	금리감응갭	39	8	-29	
	평균잔여개월수	11	8	3	
	잔여개월수 가중치	0.88	0.63	0.25	
순이자이익변화 (십억원)	0.25%	86	13	-18	81
	0.50%	172	25	-36	161
	1.00%	345	51	-72	323
NIM변화율	0.25%				3.61
	0.50%				7.22
	1.00%				14.45

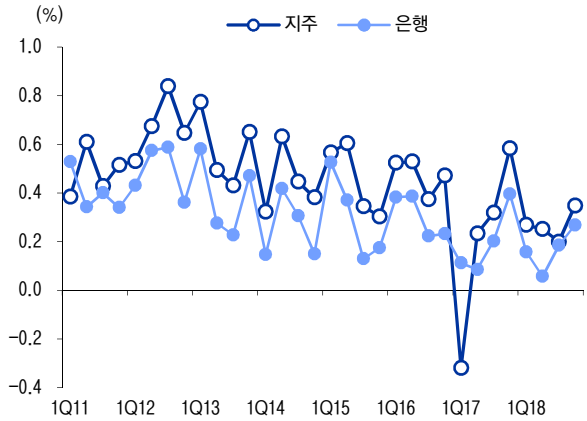
자료: 신한지주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림99 신한지주 NIM 추이 및 전망



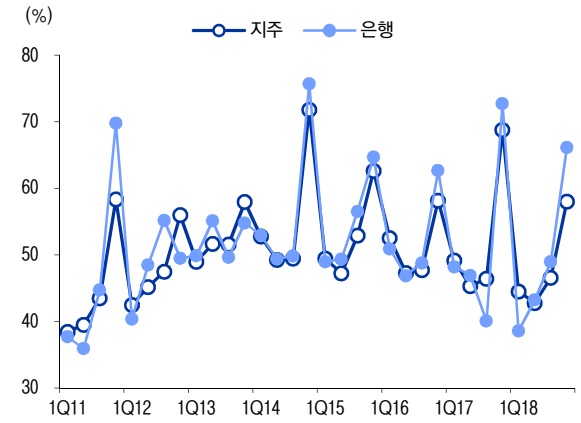
자료: : 신한지주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 신한지주 credit cost ratio 추이 및 전망



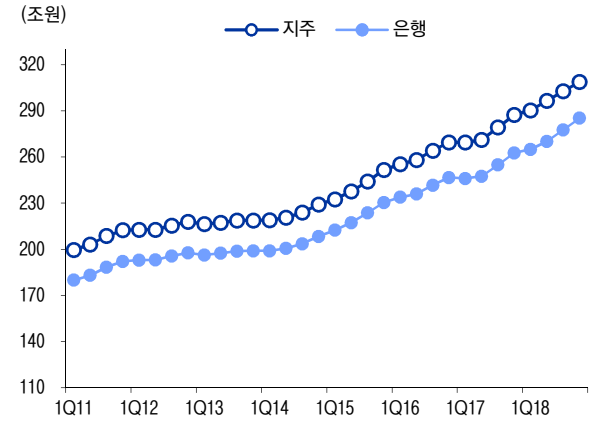
자료: : 신한지주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 신한지주 판관비율 추이 및 전망



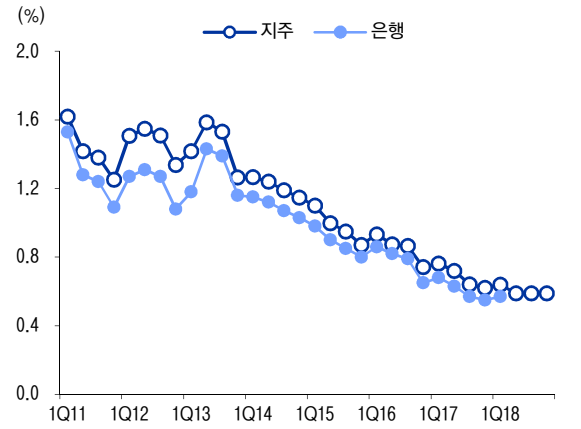
자료: 신한지주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 신한지주 이자수익부자산 추이 및 전망



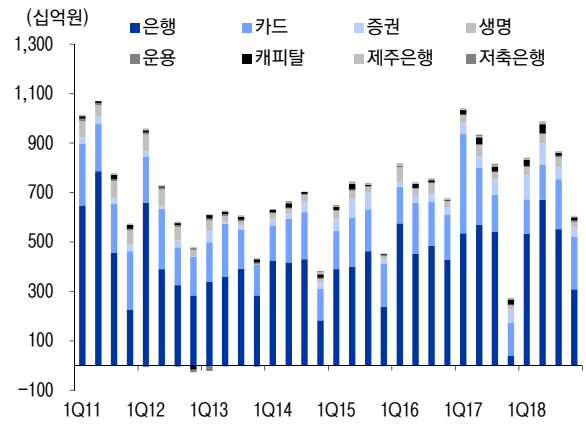
자료: 신한지주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 신한지주 고정이하여신비율 추이 및 전망



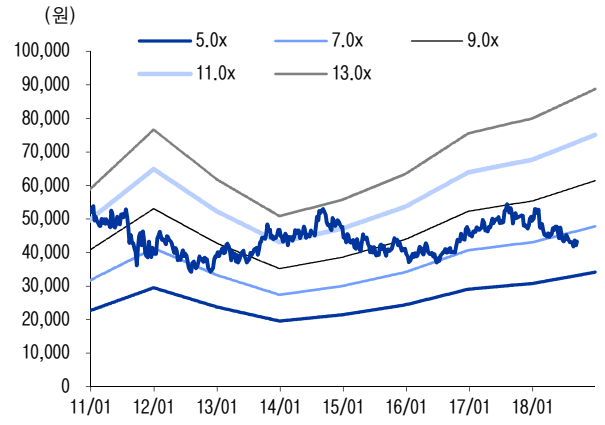
자료: 신한지주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 신한지주 주요 자회사손익구성



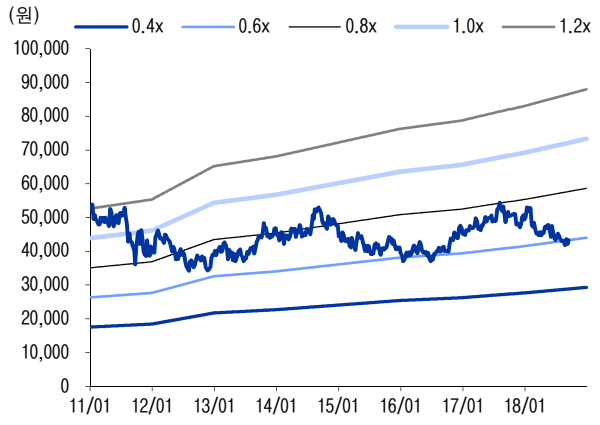
자료: 신한지주, 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 신한지주 PER band 추이



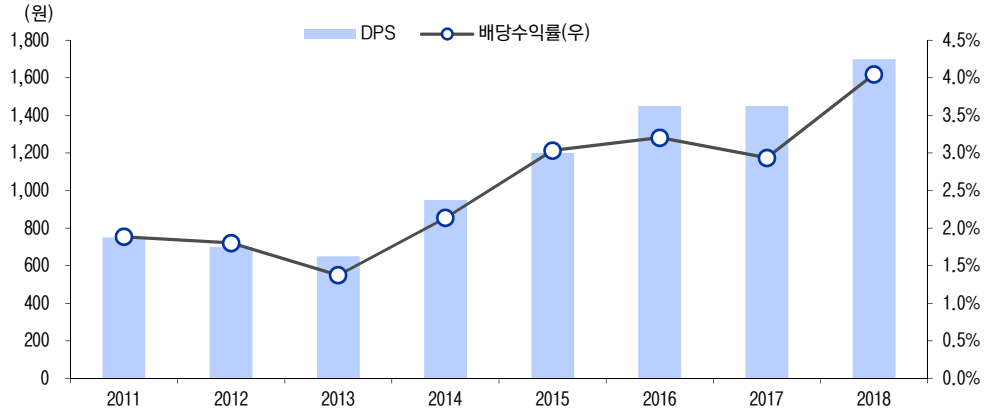
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림106 신한지주 PBR band 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 신한지주 DPS 및 배당수익률 추이 및 전망



자료: 신한지주, 이베스트투자증권 리서치센터

표22 오렌지라이프 지분인수관련

오렌지라이프 현황		신한지주 이중레버리지비율	
자본총계(조원)	3.59	신한지주 개별 기준 총 자본 (조원)	21.0
인수가격(조원)	2.29	자회사 출자현황 (조원)	25.7
인수지분	59.15%	이중레버리지비율	122.7%
BPS(원)	43,780	신종자본증권 감안 후 이중레버리지비율	117.5%
매입BPS(원)	47,214	ING생명 인수 후 이중레버리지비율	128.0%
매입기준 PBR(x)	1.08		
4일 종가기준 PBR(x)	0.78		

자료: 각 사, dart, 이베스트투자증권 리서치센터

신한지주(055550)

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
순이자이익	7,205	7,843	8,517	8,962	9,345
이자이익	11,236	11,799	13,078	13,761	14,350
이자비용	4,031	3,956	4,561	4,799	5,004
비이자이익	1,577	1,341	1,599	1,666	1,710
수수료이익	3,804	4,045	4,223	4,358	4,506
수수료비용	2,238	2,334	2,535	2,649	2,735
기타이익	-35	-89	-61	-43	-61
총영업이익	8,782	9,184	10,117	10,628	11,056
판관비	4,509	4,811	4,847	5,184	5,423
충당금 적립전 영업이익	4,274	4,373	5,270	5,444	5,632
대손비용	1,165	544	752	775	876
영업이익	3,109	3,829	4,518	4,669	4,756
영업외손익	-62	32	-2	-10	7
세전이익	3,170	3,796	4,493	4,658	4,763
법인세	346	848	1,231	1,281	1,310
당기순이익	2,825	2,948	3,262	3,377	3,453
지배주주 순이익	2,775	2,918	3,222	3,333	3,407

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
현금 및 예치금	19,429	22,858	19,539	20,333	21,158
유가증권	90,335	102,551	110,442	119,546	129,401
대출채권	259,011	275,566	292,326	299,253	311,098
유형자산	3,146	3,022	2,991	3,003	3,015
기타자산	19,693	22,309	31,239	33,155	35,190
자산총계	395,680	426,306	456,536	475,290	499,861
예수금	235,624	249,419	254,408	259,496	264,686
차입금	25,294	27,587	27,862	28,141	28,423
사채	44,327	51,341	51,854	52,373	52,896
기타부채	103,017	115,597	87,247	97,589	113,587
부채총계	363,935	392,603	421,371	437,599	459,592
자본금	2,645	2,645	2,645	2,645	2,645
자본잉여금	9,887	9,887	9,887	9,887	9,887
이익잉여금	18,640	20,791	22,253	24,780	27,357
기타	573	380	380	380	380
자본총계	31,745	33,703	35,165	37,691	40,269
지배주주지분	31,110	32,819	34,416	36,889	39,411

수익성 & 성장성

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
NIM (%)	1.98	2.03	2.10	2.12	2.13
ROA (%)	0.72	0.71	0.73	0.72	0.70
ROE (%)	8.92	8.89	9.36	9.03	8.65
CIR (%)	51.3	52.4	47.9	48.8	49.1
자산증가율 (%)	6.78	7.74	7.09	4.11	5.17
대출증가율 (%)	5.10	6.39	6.08	2.37	3.96
순이익증가율 (%)	17.22	5.15	10.41	3.45	2.25

Valuation

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(원)	5,851	6,153	6,794	7,028	7,186
BPS(원)	65,605	69,210	72,577	77,791	83,111
DPS(보통, 원)	1,450	1,450	1,700	1,700	1,750
PER	7.7	8.0	6.2	6.0	5.8
PBR	0.69	0.71	0.58	0.54	0.51
배당성향	24.8	24.4	25.0	24.2	24.4
배당수익률	3.2	2.9	4.0	4.0	4.2

자본적정성(%)

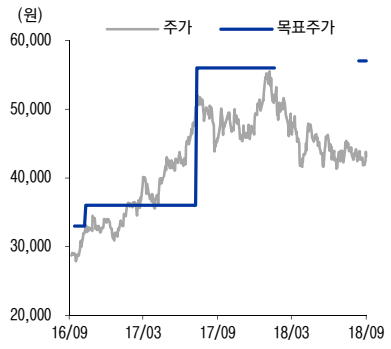
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Tier 1	13.19	13.32	13.70	14.06	14.57
CET 1	12.75	12.88	13.29	13.67	14.20
BIS	15.00	14.78	15.11	15.41	15.83

건전성(%)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
고정이하여신비율	0.74	0.62	0.59	0.59	0.59
NPL Coverage Ratio	220.0	259.6	275.9	275.9	275.9
Credit cost ratio	0.43	0.47	0.21	0.27	0.27

자료: 신한지주, 이베스트투자증권 리서치센터

하나금융지주 목표주가 추이

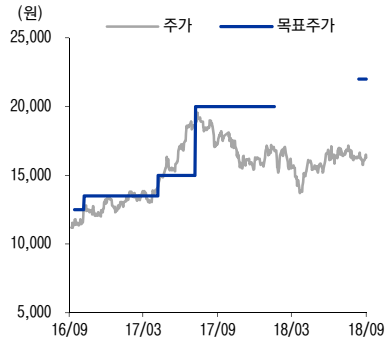


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2016.09.27	Hold	33,000	-3.0		-9.2
2016.10.24	Hold	36,000	39.4		4.2
2017.07.24	Hold	56,000	-0.9		-15.3
2018.01.31		커버리지 제외			
2018.09.17	변경	박혜진			
2018.09.17	Buy	57,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

우리은행 목표주가 추이

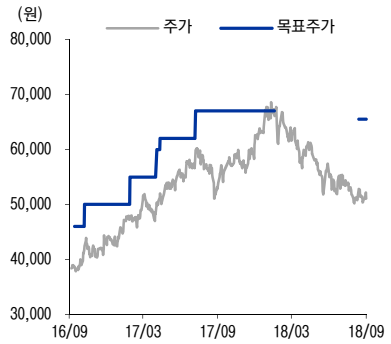


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2016.09.27	Hold	12,500	0.4		-6.8
2016.10.20	Hold	13,500	4.4		-3.5
2017.04.20	Hold	15,000	26.0		11.0
2017.07.21	Hold	20,000	-2.3		-17.4
2018.01.31		커버리지 제외			
2018.09.17	변경	박혜진			
2018.09.17	Buy	22,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

KB 금융 목표주가 추이

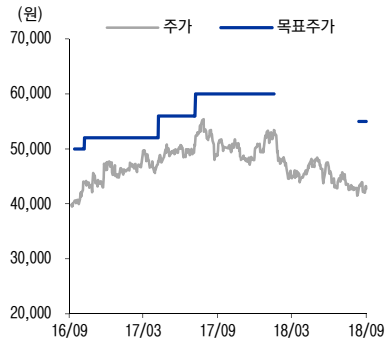


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2014.09.24	변경	전배승			
2016.09.27	Buy	46,000	-9.3		-14.7
2016.10.21	Buy	50,000	-4.1		-13.3
2017.02.10	Buy	55,000	-5.6		-11.4
2017.04.17	Buy	60,000	-14.7		-16.1
2017.04.25	Buy	62,000	-6.3		-11.5
2017.07.21	Buy	67,000	2.4		-12.0
2018.01.31		커버리지 제외			
2018.09.17	변경	박혜진			
2018.09.17	Buy	65,500			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

신한지주 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2016.09.27	Buy	50,000	-11.9		-17.0
2016.10.21	Buy	52,000	-4.3		-11.5
2017.04.21	Buy	56,000	-9.3		-11.8
2017.07.21	Buy	60,000	-7.7		-19.0
2018.01.31		커버리지 제외			
2018.09.17	변경	박혜진			
2018.09.17	Buy	55,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 박혜진)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	93.0% 7.0%	2015 년 2 월 2 일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2017. 7. 1 ~ 2018. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)