



▲ 은행/지주

Analyst **은경완**

02. 6454-4870

kw.eun@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

KB금융(086790)	Buy	53,000원
하나금융지주(086790)	Buy	43,000원
DGB금융지주(139130)	Buy	9,000원

은행

은행업종 투자 의견 Overweight로 상향

- ✓ 하반기 은행업종 투자 의견 Overweight로 상향 조정
- ✓ 현 주가는 과도한 우려의 선반영으로 극단적 저평가 상태에 진입
- ✓ 불투명한 중장기 전망 보다 투자심리 회복에 따른 단기 Upside risk에 대비할 시점
- ✓ 수익률 격차는 크지 않을 것으로 예상하나 낙폭과대, 고베타 종목에 좀 더 집중
- ✓ KB금융, 하나금융지주, DGB금융지주를 업종 최선호주로 추천

은행주에 대한 소고(小考)

경험적으로 은행주는 기대는 미반영, 우려는 선반영하는 경향이 강하다. Value trap에 갇혀있던 은행주가 7월 말 이후 급락한 것도 시장의 예상을 앞서간 7월 기준금리 인하 결정 탓이다. 현재 은행주는 추가 1~2회 기준금리 인하에 따른 ROE 훼손 가능성을 반영한 주가 조정을 마친 상태다.

수익성 대비 저평가 vs. 과도한 우려의 선반영

호실적에도 주가 부진이 지속되다 보니 습관적으로 '수익성 대비 저평가' 또는 '과도한 우려의 선반영'이라는 표현이 자주 등장한다. 두 표현 모두 저점에서 바텀피싱 타이밍을 강조하기 위함이나 본질적으로는 다른 의미를 가진다. 전자는 밸류에이션과 연결되고, 후자는 투자심리와 맞닿아 있다.

Trailing PBR 0.34배 + FY19E Div.Yield 5.5%

주가 하락의 반대급부로 밸류에이션과 배당수익률이 각각 역대 최저, 최고 수준에 위치해있다. 타 업종대비 대비 수익성이 낮지 않고, 성장성의 부재는 비단 은행주에게만 국한되는 사항이 아니라는 점에서 과도한 할인율이다. 결국 밸류에이션 콜이 유의미하게 작동하기 위해선 할인율에 녹아있는 투자심리 회복이 우선이다.

투자 심리 회복(=할인율 축소) 기대

투자심리에 가장 큰 영향을 주는 변수는 역시나 금리다. 과거 COE 추이를 보더라도 금리 인하가 시작되는 시점에 가장 높은 할인율이 적용되며, 마지막 금리 인하라는 인식이 퍼질 때 주가는 반등한다. 주식시장에서 흔히 얘기하는 '마지막 금리 인하 시점에 은행주를 사자'라는 말은 밸류에이션상 정확한 접근이다.

은행업종 투자 의견 Overweight로 상향

8월 금통위 소수의견 출현에도 은행주는 반등에 성공했다. 투자심리가 저점을 통과하고 있다는 의미로 해석하며, 당사가 보수적으로 추정해서 제시한 적정주가와 현 주가의 괴리도 더 이상 확대되기 어려운 수준에 이르렀다. 은행업종 투자 의견을 Overweight로 상향하며, 낙폭 과대 또는 고베타 종목 중심의 접근을 추천한다.

1. 은행주에 대한 소고(小考)

은행 주가에 대한 판단

은행주를 투자함에 있어 어디 하나 좋은 뉴스가 없다. 금리(실적)는 하락하고 환율(외국인 수급)은 상승하는 가운데 공공성과 사회적 책임을 강요하는 금융당국의 압박(규제)도 끊이지 않는다. 대외환경도 미중 무역분쟁, 미국 장단기금리차 역전, 일본과의 마찰 등 그 어느 때 보다 시끄럽다. 게다가 일부 시중은행들은 DLS 손실에 따른 불완전판매(노이즈) 논란에도 휩싸여 있다.

경험적으로 은행주는 기대는 미반영, 우려는 선반영하는 경향이 강하다. 지난 2년간 사상 최고 실적을 경신하고 있으나 주가가 부진한 것도 같은 이유다. '18년 상반기 이후 불거진 장단기금리차 축소에 따른 경기 침체 가능성, ROE 정점 통과 논란, 규제 리스크 부각 등의 우려가 주가를 짓눌렀다. 비록 시장의 우려가 기우에 그칠지라도 '매크로 둔화 = 은행주 하락'이라는 투자자들의 확증편향적인 인식 체계를 은행주가 견뎌내긴 버거웠다.

현재도 상황은 비슷하다. 전술한 우려에 더해 시장의 예상을 앞서간 7월 금통위의 기준금리 인하 결정이 투자심리를 급속도로 위축시켰다. 실제 1회 인하 정도에 그칠 것으로 예상되던 국내 통화정책은 현재 연내 추가 인하(당사 전략팀은 11월 인하 예상)는 물론 제로금리로의 진입까지 거론되고 있다. 7월 말 이후 급락한 주가는 코스피 하락의 영향이라기 보다 ROE 추가 훼손 가능성을 선반영한 결과다.

그림1 현 정부 출범 후 KOSPI 대비 KRX은행업 상대주가 추이

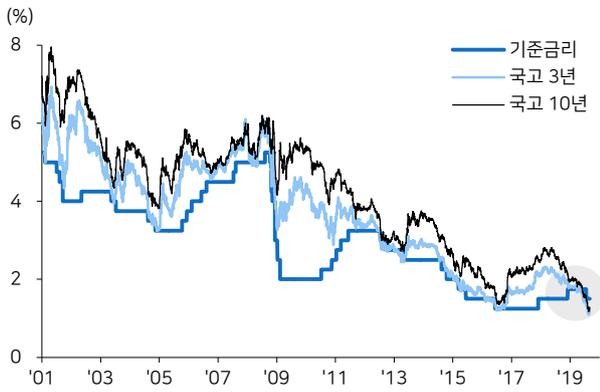


자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

금리 관련 우려는 주가에 기반영

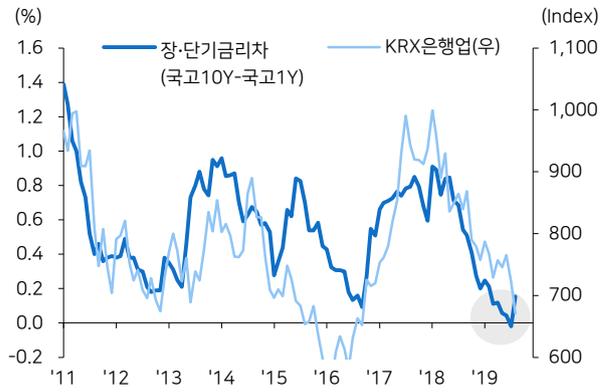
바로 여기에 시사점이 있다. 이미 시중금리는 기준금리 2회 인하 가능성을 선반영 중이며, 은행주 역시 이에 발 맞춘 주가 조정을 마쳤다. 다시 말해 큰 폭의 추가 금리 하락이 전제되지 않는 이상 다른 악재들이 주가에 부정적 영향을 미칠 가능성은 극히 제한적이다. 최근 언론 등을 통해 논란이 되고 있는 DLS 불완전판매 이슈, 제2안심전환대출 취급 등은 모두 스쳐 지나갈 노이즈에 불과한 것들이다. 국내 은행주 투자의 체계적 위험은 오직 금리뿐이다.

그림2 시중금리는 기준금리 2회 인하를 선반영



자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 장단기금리차와 은행주

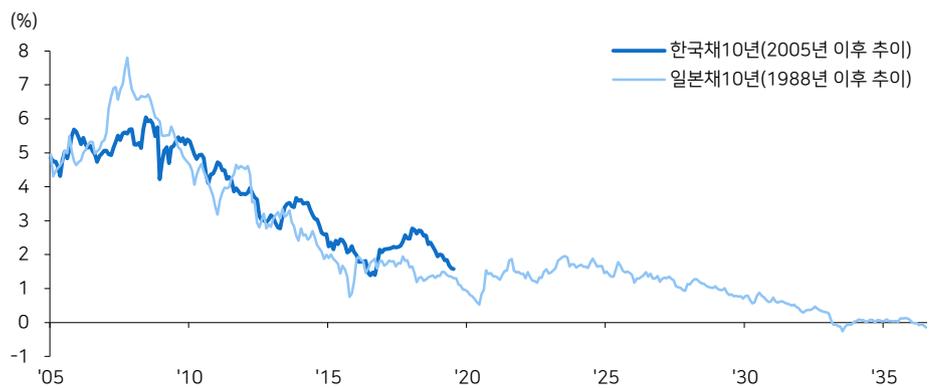


자료: 금투협, KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

중장기 금리 전망은 불필요

경기 비관론 득세와 글로벌 통화완화 정책 기조 확산으로 한국 역시 제로금리 시대로 진입할 수 있다는 의견이 피력되고 있으나 이에 대해선 회의적이다. 설사 중장기적으로 인구 고령화, 잠재 성장률 하락 등을 근거로 일본이 20년 전에 걸어온 초저금리 시대를 답습한다 해도 지금 당장 은행주의 투자 매력을 저하시키는 요인으로 작용하기엔 설득력이 떨어진다. 1년 전 이 맘 때 시장 참여자들이 미국이 몇 번의 금리 인상을 단행할지 고민하던 모습을 돌이켜보면 현재의 중장기 금리 전망이 과연 의미가 있는지도 의문이다.

그림4 현재 한국은 일본의 17년전 모습?



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 안심전환대출('15.3월)과 서민형 안심전환대출 비교

구분	안심전환대출('15.3월)	서민형 안심전환대출
기존 대출요건	변동금리 또는 일시상환 은행권 주담대 (1금융권에 한함)	변동금리 또는 준고정금리 주담대 (1,2금융권 대출 모두 포함)
기존대출 중도상환 수수료	면제	부과 가능 (단, 기존대출 상환을 위한 중도상환수수료 증액 대환(최대 1.2%) 가능)
채무자요건	(소득) 제한없음 (주택가격) 9억원 이하 (대출한도) 5억원 이하	(소득) 부부합산 85백만원 이하* * 신혼부부, 2자녀이상 가구 1억원 이하 (주택가격) 9억원 이하 (대출한도) 5억원 이하
주택 보유 수	무 관	1주택
만기일시 상환비율	0% 또는 30% 중 택일	불가
금리	2.53 ~ 2.65% ('15년 당시)	1.85 ~ 2.20%
LTV	70% 이내	70% 이내
DTI	60% 이내	60% 이내
심사주체	금융기관	주금공 및 금융기관
접수	금융기관 창구	주금공 홈페이지 및 금융기관 창구

자료: 금융위원회, 메리츠총금증권 리서치센터

표2 서민형 안심전환대출 예상 금리표

(%)	10년	15년	20년	30년
은행 창구	1.95	2.05	2.15	2.20
주금공 홈페이지 (전자약정·등기 사용시*)	1.85	1.95	2.05	2.10

주: 신혼부부(0.2%), 다자녀가구(0.4%), 한부모·장애인·다문화가정(0.4%)의 경우 추가 우대금리 제공

자료: 금융위원회, 언론자료, 메리츠총금증권 리서치센터

표3 은행별 해외금리 연계 파생결합상품 판매현황 ('19.8.7 잔액기준)

(억원)	판매 합계	비중 (%)	개인 판매	투자자수 (명)	법인 판매	투자자수 (명)
우리은행	4,012	48.8	3,414	1,632	598	128
하나은행	3,876	47.1	3,603	1,829	273	56
국민은행	262	3.2	245	166	17	2
유안타증권	50	0.6	50	7	-	-
미래대우증권	13	0.2	8	14	5	1
NH증권	111	0.1	6	6	5	1
합계	8,324	100	7,326	3,654	898	188

자료: 금감원, 메리츠총금증권 리서치센터

2. 어디가 또는 언제가 바닥일까?

호실적에도 주가 부진이 지속되다 보니 습관적으로 '수익성 대비 저평가' 또는 '과도한 우려의 선반영'이라는 표현이 자주 등장한다. 두 표현 모두 저점에서 바텀피싱 타이밍을 강조하기 위함이나 본질적으로 다른 의미를 가진다. 전자는 절대적, 정량적 관점에서 밸류에이션(어디가 바닥일까?)과 연결되고 후자는 상대적, 정성적 접근으로 투자심리(언제가 바닥일까?)와 맞닿아 있다.

어디가 바닥일까?

실적 ≠ 주가

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

은행주의 더 큰 문제는 위와 같은 현상이 장기간 이어지고 있다는 것이다. 일시적 가격 괴리는 시장의 비합리성 탓으로 돌리면 그만이나 수익성 제고 및 이익체력 향상에도 밸류에이션이 지속 하락하는 현상은 Bottom up 리서치를 하는 입장에서 납득하기 힘들다. 투자자들이 느끼는 답답함도 실적과 주가의 괴리감이 주는 희망 고문에서 출발한다.

정부 정책 > 경기

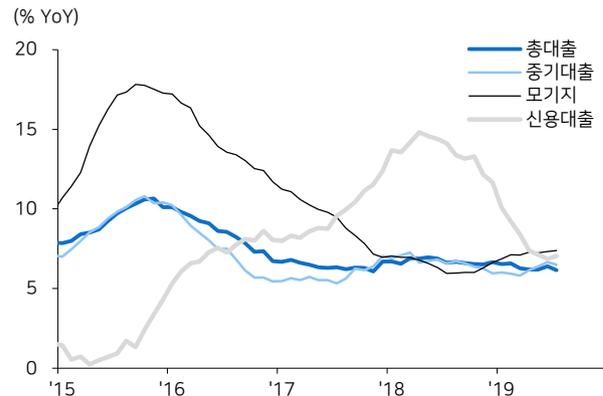
은행 실적은 P(마진), Q(성장), C(충당금)의 조합이다. 모두가 알다시피 세 가지 요인 모두 경기와 정부 정책의 영향을 받는다. 특히 현 정부 들어서는 경기 보다 정부 정책에 좀 더 민감하게 반응하는 모습이다. 일례로 가산금리 규제, 잔액기준 새로운 COFIX 도입 및 제2안심전환대출 취급, 예대율 산식 변경 등은 은행 마진을 인위적으로 하락시켰으며, 소득주도성장과 혁신성장을 위한 가계대출 축소 및 중소기업대출 확대 주문은 자산 성장 계획을 소매금융이 아닌 도매금융 중심으로 바꿔놨다.

그림5 가계 및 중소기업 가산금리 추이



자료: 한국은행, 은행연합회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 차주별 대출성장률 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 금융 및 부동산 관련 규제 요약				
	은행업	금융업(보험/증권/카드 등)	부동산	
2017	6.1	신용카드 수수료를 인하 발표 우대수수료를 적용받는 영세, 중소기업점 범위 확대		
	6.19		부동산 대책 LTV, DTI 10%p 감하, 조정 대상지역 추가선정, 전매제한 기간 및 재건축 규제강화	
	7.1	LCR 규제 강화 영업적 예금 인정조건 강화		
	8.2~	보험사 자동차 보험료 인하 증권사 신용거래용자 이자를 인하	주택시장 안정화방안 모든 투기과열지구 및 투기지역 LTV, DTI 40% 적용 등	
	8.9	문재인 케어 발표 3,800개 비급여 항목 예비 급여로 적용해 2022년까지 전면 급여화		
	9.5		부동산 추가대책 투기과열지구 추가지정, 민간 택지 분양가 상한제 부활, 집중모니터링 지역 지정	
	9.21	서민금융생활지침법 일부 개정안 청기미정구 자기앞수표 서민금융진흥원에 출연		
	10.24	가계부채 종합대책 취약차주 맞춤형 지원, 신DTI 도입 및 DSR 단계적 도입 등		
	11.16	은행 고배당 자제 요청 금감원장, 바젤 자본규제, 강화 대비 내부 유보 확대 통한 자본확충 필요성 강조		
	11.27	금융회사 여신심사 선 진화 방안 신DTI, DSR 도입, 자영업자 대출리스크 관리 강화		
	11.29		주거복지 로드맵 생애단계별, 소득수준별 수요자 맞춤형 지원, 무주택 서민, 실수요자를 위한 주택 공급 확대 등	
	12.13		임대주택 등록 활성화 방안 지방세 및 양도소득세 감면 확대, 임대소득 과세 정상화 및 등록사업자 감면 확대	
2018	1.11	코스닥시장 활성화 통한 자본시장 혁신방안 코스닥 시장 세제 확대 및 상장요건 개편 등		
	1.22	생산적 금융 위한 자본규제 개편방안 고위험주담대 자본규제부담 상황, 예대출 산정시 가계·기업 가중치 차등화, 중소기업 신용대출 인센티브 마련 등	생산적 금융 위한 자본규제 개편방안 증권사 부동산 대출 및 펀드 규제 강화, 중기특화 증권사 투자자 부담 완화, 코스닥주식 위험가중치 하향 등	
	1.25	포용적 금융 정책방향 서민금융 공급, 최고금리 인하, 카드수수료 부담 경감 등 중금리대출 활성화 계획, 사잇대출 및 민간 중금리 대출 공급 확대 (인터넷전문은행), 중금리 대출 취급 인센티브 확대 등		
	1.3		소액 간담보험 시장 활성화 추진	
	1.31		금융그룹 통합감독 도입방안 금융그룹 통합 자본적정성 평가, 내부거래·편중위험 점검, 관리 등	
	2~	은행권 채용비리 조사		
	2.8	법정최고금리 24%로 인하, 만기 임박한 24% 초과 대출 전환하는 안전망 대출 출시		
	2.26		개인사업자대출 여신심사 가이드라인 RTI, LTI 도입	
	3.6		실손의료보험 전환·중지 연계제도 단체 실손의료보험 가입시 일반 개인 실손 전환/중지 신청 가능	
	3.14	가산금리 산정방식 점검		
	3.15		금융회사 지배구조 점검 및 개선방안 대주주 적격성 심사대상 확대, 임원후보추천위원회에 대표이사 참여 금지 등	
	4.1		유병력자 실손의료보험 출시, 실손의료보험 끼워팔기 금지	
	4.11	연체가산금리 3%로 인하		
	5.2	은행 수신금리 점검	금융업 진입규제 개편방안 은행, 보험, 금융 전업권에 걸쳐 진입장벽 완화	
	5.21	은행 해외진출 사전신고 완화, 재산상 이익제공 규제 완화		
	5.22	시중은행 지역 내 대출 의무화 제도 추진 철회		
	7.23		상호금융업권 DSR 및 개인사업자대출 가이드라인 시행	
	7.31		소액결제업종 카드수수료 완화	
	8.27			수도권 주택공급 확대 추진 및 투기지역 지정
	9.13			주택시장 안정대책: DSR총량규제, RTI도입
9.2	인터넷전문은행 특별법 통과; 산업자본 한도 4% → 34%			
9.28		종합금융투자사업자 신용공여 확대		
10.24		부동산신탁 규제 완화: 최대 3개까지 신규인가		
12.7	금융혁신지원 특별법 국회통과 금융규제 샌드박스 도입을 위한 준비			
2019	2.25	금융결제 인프라 혁신 방안 발표		
	3.3		부동산신탁업 예비인가 결과 (가정) 신영자산신탁, 한투부동산신탁, 대신자산신탁	
	3.21		혁신금융 추진방향 발표 증권거래세 인하: 코스피 0.15% → 0.10%, 코스닥 0.30% → 0.25%	
	5~	금융권 종합검사 착수		
	5.15	신규인가 인터넷전문은행 바젤III 적용시기 유예 의결		
	5.3		제2금융권 DSR 관리지표 도입(6월17일 부터 시행)	
	6.12	금리인하요구권 의무 시행		
	6.25		금융투자업 인가체계 개편방안 1그룹 1증권사 정책 폐지, 1그룹 1운용사 정책 폐지 사모→공모운용사 전환관련 수탁고 기준 1/2로 완화	
	7.15	신 잔액기준 COFIX 도입		
	7.16	인터넷전문은행 신규인가 재추진		
8.12			민간택지 분양가상한제 적용기준 개선 추진: 적용지역 지정요건 완화 전매제한기간 확대 최대 10년 의무거주기간 도입	
8.22		P2P대출 법제화 온라인투자연계금융업 및 이용자 보호에 관한 법률안 국회 정부위 의결		
8.25	제2안심전환대출 (서민형 안심전환대출) 출시계획 확정 약20초 내외 한도 설정, 제 2금융권 대출 대환 가능 소득기준 요건 추가, 중도상환수수료 부과			

자료: 언론보도, 메리츠증권금융 리서치센터

규제의 본질

은행이 규제 산업이라는 주홍글씨를 지울 수는 없기에 전술한 규제 리스크는 변수가 아닌 상수로 두는 게 맘 편하다. 실제 규제의 시점과 내용을 예측하는 것도 불가능의 영역이다. 다만 여기서 강조하고 싶은 건 규제의 본질이다.

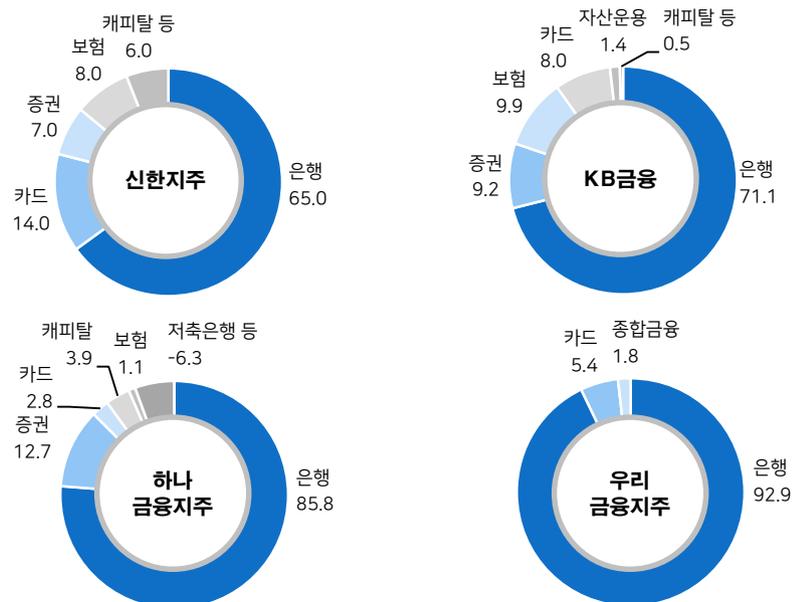
규제는 항상 현재 상황과 반대되는 방향으로 전개되며 일정 주기가 존재한다. 그리고 그 주기는 정권의 색깔이 아닌 은행 업황이 결정한다. 현재와 같이 호실적이 지속되는 국면에선 대의(ex. 서민금융 안정 등)를 위한 은행의 희생을 강요하며, 업황이 부진하고 침체되는 국면에는 되려 규제 완화를 통해 은행의 부실 가능성을 걱정한다. 일례로 저금리와 한계기업 구조조정에 따른 대손비용 부담이 정점에 달했던 '15년 8월, 정부는 은행 자율성·책임성 제고방안을 발표하며 수익성 개선에 힘을 실어줬다.

실적에 대한 확신

업황을 판단함에 있어 가장 직관적인 지표는 뭐니 뭐니 해도 실적이다. 실적과 관련해 일각에서 제기하는 마진 하락에 따른 Top line 부진, 가계부채 잠재 부실 위험, 경기 부진에 따른 대손비용 상승 등을 근거로 한 급격한 악화 가능성에 대해선 동의하지 않는다. 이유는 2가지다.

우선 과거대비 비은행 자회사의 이익기여도가 높아지며 이익의 금리민감도가 많이 낮아졌다. 우리가 흔히 주식시장에서 은행주라 부르는 종목은 사실 금융 지주사다. 은행의 이익기여도가 압도적으로 높았던 탓에 은행업종으로 분류될 뿐 증권, 보험, 카드, 캐피탈 등 다양한 비은행 금융 계열사를 보유하고 있으며 대부분이 완전자회사 형태로 종속되어 있다. 비교가 적절치 않을 수 있으나 일반 순수 지주회사의 주가가 주력 자회사 주가에 동행 또는 후행 하는 것과 유사한 구조다.

그림7 비은행 자회사 이익기여도(1H19 기준) (%)



자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 금융지주 주요 자회사 증자 및 비은행 M&A현황

회사	<div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: center;"> M&A 주요 자회사 증자 </div>					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
신한 지주			신한금융투자: 5,000억원 (9월)		오렌지라이프: 2조2,989억원, 59.2% 지분 인수 (9월) 아시아신탁: 1,900억원, 100% 지분 인수 (10월)	신한금융투자: 6,600억원 (8월) 신한SI: 420억. 17번째 자회사 편입 (8월)
KB 금융	우리파이낸셜: 2,800억원, 52% 지분 인수 (3월)	LIG손해보험: 6,450억원, 19.5% 지분 인수 (3월)	현대증권: 1조2,375억원, 22.6% 지분 인수 (4월)	KB손해보험 · 캐피탈: 완전자회사 편입		
하나 금융 지주					하나금융투자: 7,000억원 (3월), 4,975억원 (11월)	베트남 상업은행(BIDV): 1조원, 15% 지분 인수 (7월)
우리 금융 지주						동양자산운용 · ABL글로벌자산운용: 1,700억원, 각각 73.0%, 100% 지분 인수 (3월) 롯데카드: 1조 3,810억원, 우리은행 20% · MBK 60% 지분 인수 (5월) 국제자산신탁: 1,500~2,000억원. 지분매입 완료시 51.0%. 3년 후 72.2% (7월) 우리자산운용: 지분 73.0% 인수. 7번째 자회사 편입 (8월)
BNK 금융 지주		GS자산운용: 87억원 유상증자, 51.0% 지분 인수 (7월) 부산은행: 1,100억원 (6월) 경남은행: 1,500억원 (9월) BNK캐피탈: 500억원 (10월)	경남은행: 2,500억원 (2월) 부산은행: 1,800억원 (2월)		BNK투자증권: 2,000억원 (2월)	
DGB 금융 지주			LS자산운용: 340억원, 88.7% 지분 인수(10월)		하이투자증권: 4,720억원, 85.3% 지분 인수 (10월)	
JB 금융 지주	더커자산운용: 125억원, 100% 지분 인수 (3월) 광주은행: 5,000억원, 57.0% 지분 인수 (10월)	전북은행: 1,000억원 (12월)	JB우리캐피탈: 700억원 (6월) 전북은행: 1,000억원 (7월)	JB우리캐피탈: 700억원 (5월)	JB우리캐피탈: 600억원 (5월) 전북은행: 500억원 (6월)	
					광주은행: 포괄적 교환계약 체결. 43.0% 지분 교환하며 완전자회사로 편입	

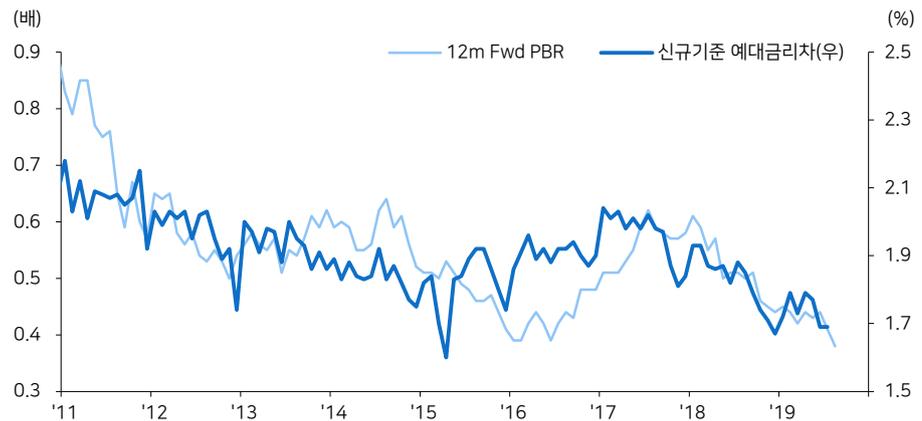
자료: 언론보도, 메리츠증권리서치센터

여전히 은행 자회사 이익 비중이 절대적이긴 하나 지난 몇 년간 적극적인 외형 확대 전략(M&A, 자회사 증자 등)을 통해 비은행 이익기여도는 20~40% 수준까지 상승했다. 지난 2분기 시장의 기대치를 상회하는 실적을 발표할 수 있었던 것도 NIM 훼손을 증권을 중심으로 한 비은행 계열사의 약진이 상쇄했기에 가능했다. 여기에 매트릭스 조직 편성 등을 통한 자회사간 시너지 확보 노력, 적극적인 해외 진출 등을 감안시 과거와 같은 급격한 실적 및 수익성 하락은 재현되기 힘들다.

대손비용과 주가의 디커플링

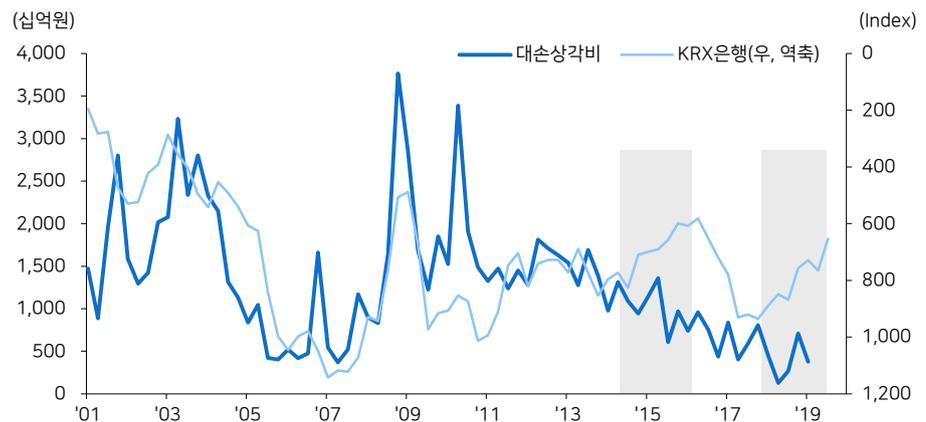
Bottom up 관점에서 은행주는 1) 월별로 데이터 추적이 가능한 예대마진(신규기준) 또는 2) 분기 실적의 Swing factor인 대손비용을 따라간다. 통상 경기가 좋아질 때 금리는 상승하고 기업의 건전성은 개선되기에 두 지표는 같은 방향을 향한다. 근데 최근 대손비용과 주가의 상관관계가 깨졌다. '15년 말 정부 주도의 경기민감업종(조선, 해운, 화학, 철강, 건설) 구조조정 관련 충당금 부담이 제기되던 시점보다도 더 큰 괴리를 보이고 있다.

그림8 신규기준 예대마진과 은행주 밸류에이션



자료: 한국은행, KRX, 메리츠증권리서치센터

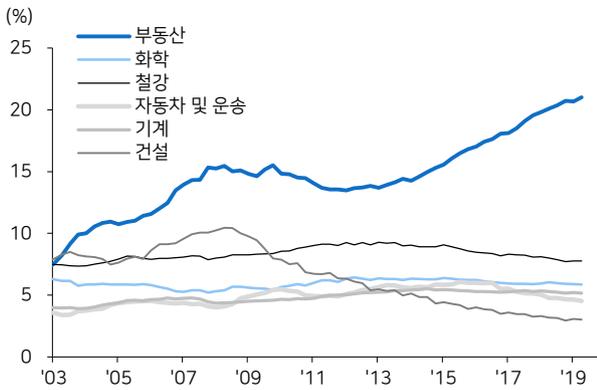
그림9 대손비용과 은행주 사이의 디커플링



자료: 금감원, KRX, 메리츠증권리서치센터

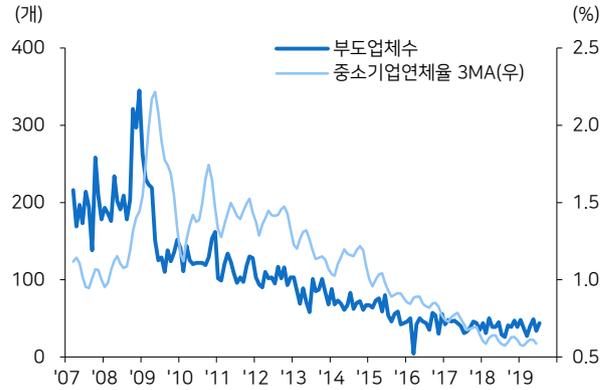
다커플링의 핵심은 변화된 은행 자산 포트폴리오에 있다. 금융위기, 건설PF 사태 등을 겪으며 은행권의 경기민감업종 Exposure는 상당 부분 감소했다. 반면 그 반대 급부로 부동산 관련 여신은 폭증했다. 현재(2Q19 기준) 부동산에 풀린 돈은 예금은행 전체 산업별 대출금(911.0조원)에 21.0%를 차지하는 191.5조원으로 파악된다. 여기에 가계 주택담보대출, 전·월세대출, 일부 신용대출까지 고려하면 은행 전체 여신의 절반 이상이 부동산에 들어가 있다고 해도 과언이 아니다.

그림10 예금은행 산업별 대출금 비중 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권리서치센터

그림11 중소기업 연체율과 부도 업체수 추이

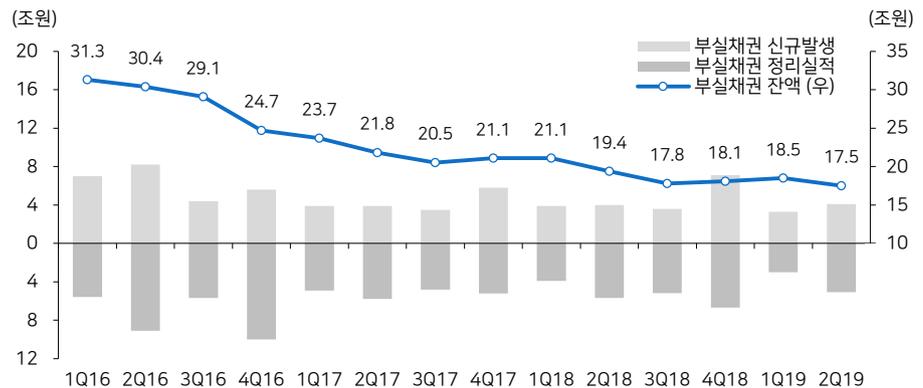


자료: 한국은행, 금감원, 메리츠증권리서치센터

경험적 우려의 극복 필요

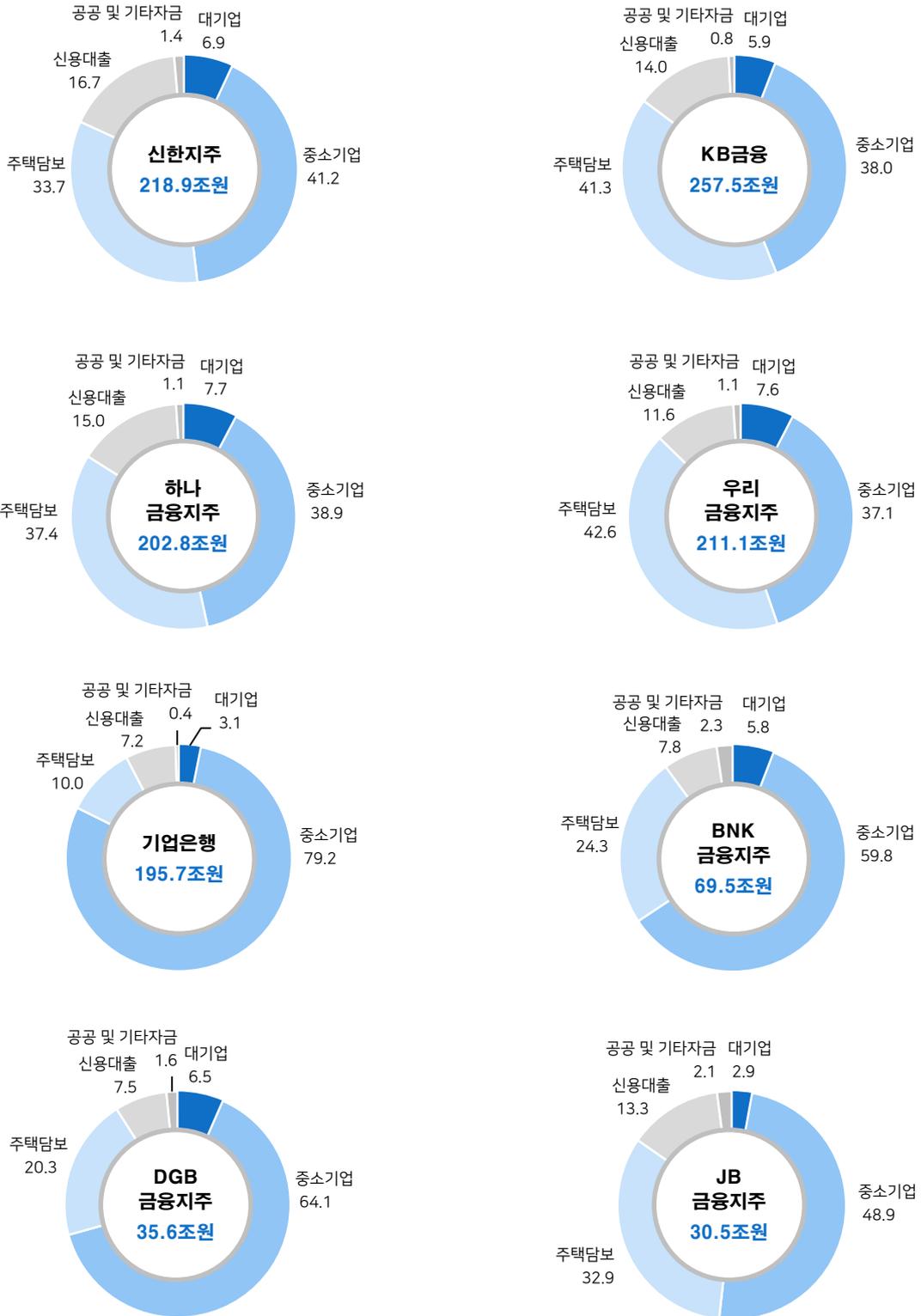
경기가 안 좋다는 뉴스 flow에 시장은 은행권의 대손비용이 상승할 것이라 전망하고 있으나 이는 경험적 우려에 불과하다. 마진, 성장률과 달리 총당금은 금리, 경기, 대출 구성 등이 시차를 두고 영향을 미치는 탓에 추정에 한계가 있을 수 밖에 없음을 인정한다. 다만 금리가 낮아진 만큼 차주의 이자부담은 경감되었고, 부동산 담보 중심의 여신으로 자산이 구성되며 건전성이 큰 폭으로 개선되어 있다는 사실에 좀 더 주목하길 권한다. 부동산 가격이 급락하는 경우를 제외하곤 현재의 안정된 대손비용 흐름은 지속될 가능성이 크다.

그림12 국내은행 부실채권 신규발생 및 정리 추이



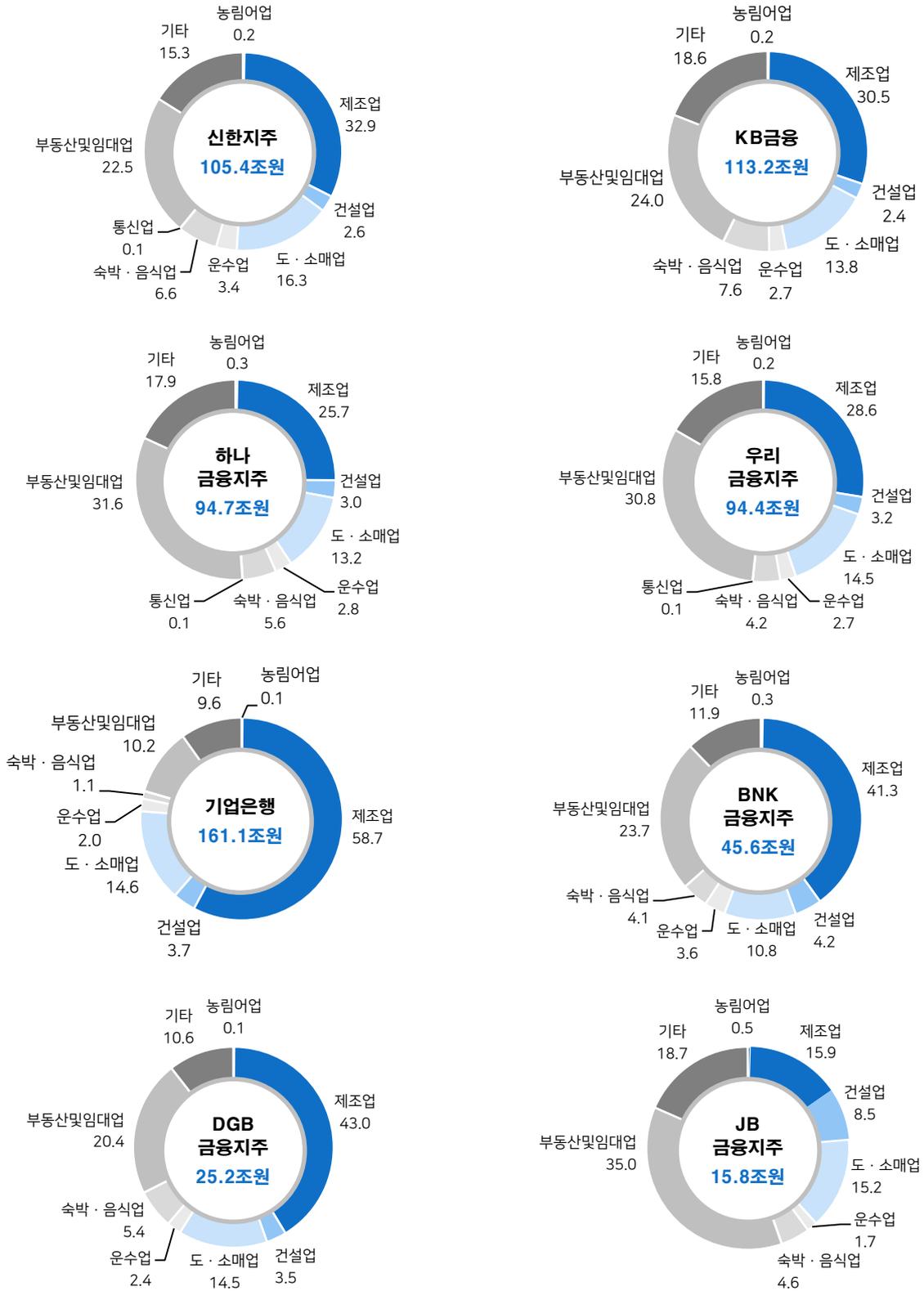
자료: 금감원, 메리츠증권리서치센터

그림13 원화 대출금 구성 (%)



자료: 금감원, 메리츠총금증권 리서치센터

그림14 기업 대출금 구성 (%)



자료: 금감원, 메리츠총금증권 리서치센터

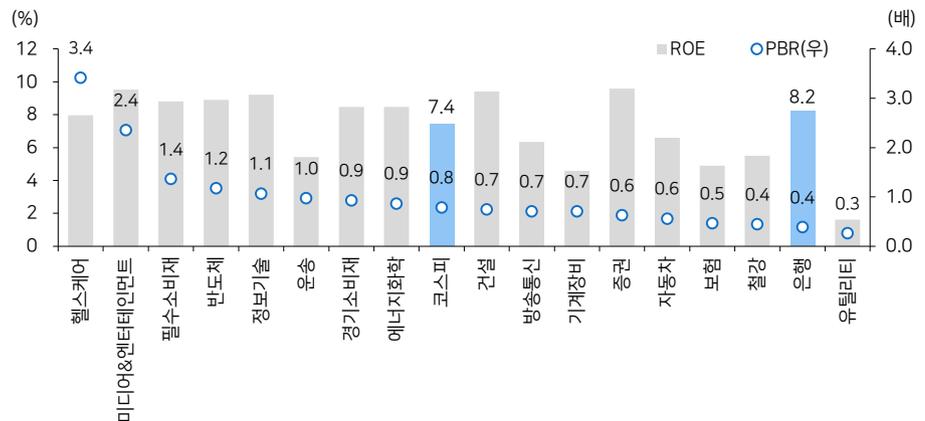
언제가 바닥일까?

요컨대 1) 은행권이 창출하는 수익성(ROE)은 과거대비 신뢰도가 높고, 2) 금리 하락에도 현 수준의 이익체력을 유지 가능해 보인다. 그럼에도 주가는 금융위기 시점을 하회하고 있다. 더 이상 타 업종 대비 수익성(컨센서스 기준 12m Fwd ROE, 은행업종 8.2% vs. 코스피 7.4%)이 낮지 않고, 성장성(g=영구 성장률)의 부재는 비단 은행주에게만 국한되는 사항이 아니기에 현재 은행주가 '수익성 대비 저평가' 구간에 위치해 있음은 분명하다.

작동하지 않는 Valuation call

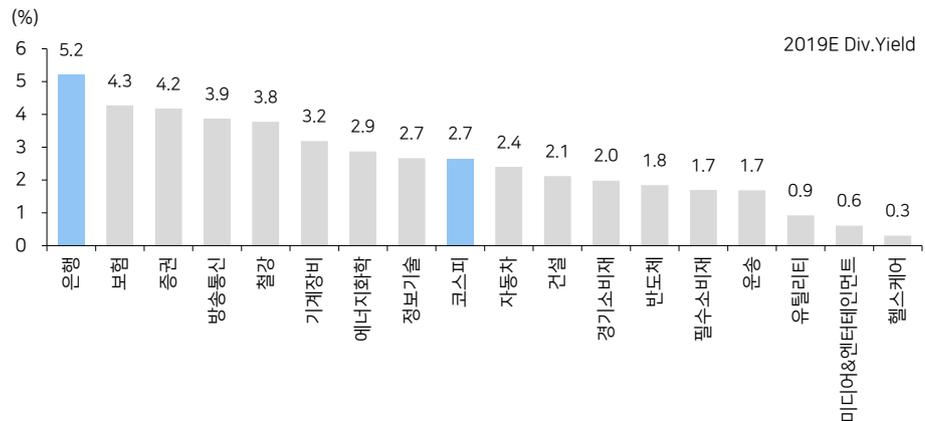
그렇다고 '밸류에이션 몇 배 → 주가 바닥 → 저가 매수'라는 빈약한 논리는 투자자들에게 새로운 감흥을 주기 어렵다. 특히 큰 폭의 주식시장 조정으로 경험적인 밸류에이션 하단의 의미가 퇴색된 만큼 시기적으로 적절치도 않다. 밸류에이션 매력도가 부각되기 위해선 투자 심리 회복이 선행되어야 한다.

그림15 KRX업종별 12m Fwd ROE-PBR



주: Consensus 기준
 자료: KRX, 메리츠증권리서치센터

그림16 KRX업종별 19E 배당수익률



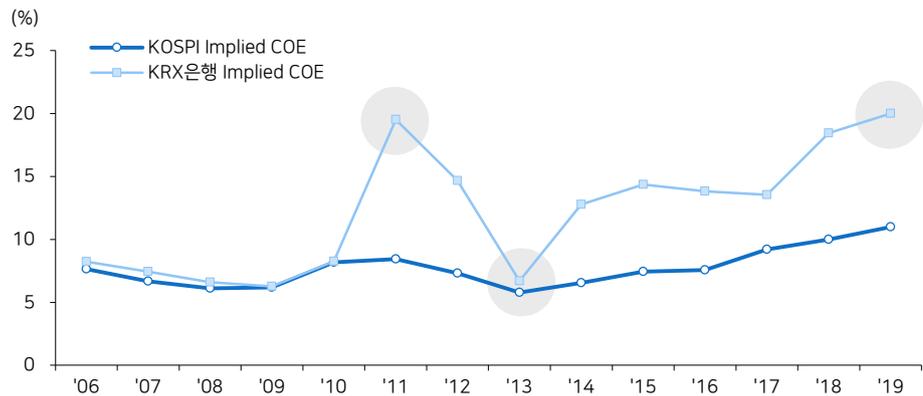
주: Consensus 기준
 자료: KRX, 메리츠증권리서치센터

COE에 녹아있는 투자심리

현실적으로 주식시장 참여자들의 투자 심리를 측정해 계량화하는 것은 불가능하다. 그나마 과거 실제치를 적용해 산출된 Implied Cost of Equity 추이를 통해 간접적으로 추정해 보는 게 최선이다. COE의 사전적 의미가 안전자산 대신 선택한 위험 자산에 기대하는 요구 수익률이라는 점에서 투자자의 심리가 일정 부분 반영되어 있다고 볼 수 있기 때문이다.

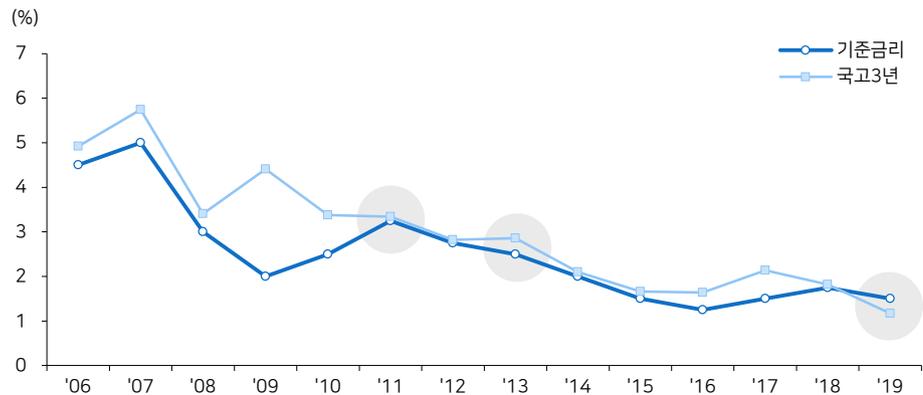
투자 심리(할인율 또는 COE)에 가장 큰 영향을 주는 변수는 역시나 금리다. 정확히 얘기하면 절대적 금리 레벨보다는 방향성이 중요하다. 주식의 선행적인 특성상 금리 인하가 시작되는 시점에 가장 높은 할인율이 적용되며, 마지막 금리 인하라는 인식이 퍼질 때 주가는 할인율이 축소되며 반등한다. 과거 COE 추이를 보더라도 금리 인하가 시작되기 직전인 '11년에 할인율이 가장 높았으며, 기준금리 하락에도 시중금리가 반등했던 '13년에 할인율 하락에 따른 주가 상승을 보였다. 주식 시장에서 흔히 언급되는 '마지막 금리 인하 시점에 은행주를 사자'라는 표현은 밸류에이션상 정확한 접근이다.

그림17 KOSPI와 KRX은행업 할인율 추이



자료: KRX, 금감원, 메리츠증권리서치센터

그림18 기준금리와 국고3년물 추이



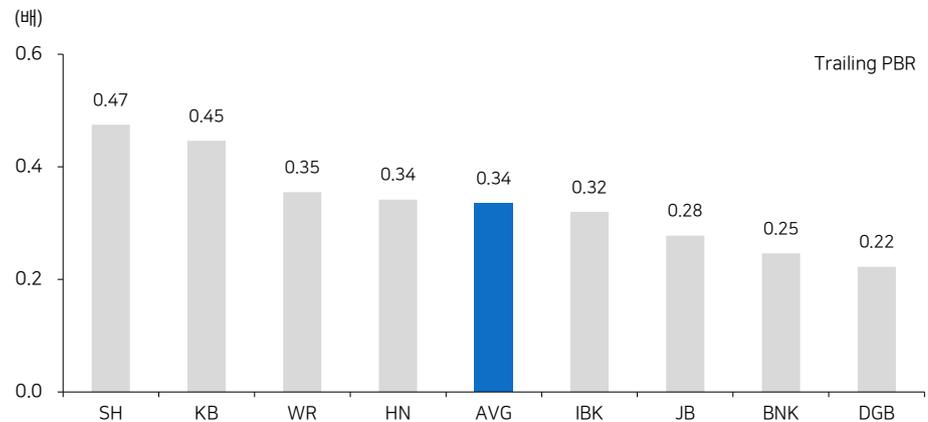
자료: 한국은행, 메리츠증권리서치센터

투자심리 저점 통과 중

8월 금통위에서 소수의견 2명이 등장하며 연내 기준금리 추가 인하 가능성을 재차 확인시켰다. 그럼에도 은행주는 오랜만에 코스피를 초과 상승하며 반등에 성공했다. 7월 기준금리 인하 및 8월 시중금리 급락으로 3분기 3~5bp 내외의 NIM 하락이 자명하고, 4분기 추가 기준금리 인하가 단행될 경우 내년 상반기까지 마진 반등을 기대하기 요원한 상황임을 감안하면 유의미한 반응이다.

1.25% 기준금리에 대한 확신은 있지만 1.00%까지 가기에는 시간도 필요하고 대내외적 불확실성이 산재해 있다. 같은 의미로 현재 은행주가 '과도한 우려의 선반영'으로 적용 받고 있는 역대 최대의 밸류에이션 할인율도 추가 확대보단 좁혀질 가능성에 좀 더 무게가 실린다. 앞서갔던 시장의 우려만큼 은행주 투자 심리의 저점도 예상(4분기 기준금리 인하 시점)보다 빠르게 통과할 가능성에 주목한다.

그림19 상장은행 Valuation



주: 2Q19 자기자본 기준

자료: KRX, 각사, 메리츠증권리서치센터

그림20 종목별 FY19E 배당수익률



주: 하나금융지주의 경우 중간배당 포함

자료: KRX, 각사, 메리츠증권리서치센터

3. 하반기 은행업종 투자전략

증장기 전망은 여전히 부정적

주식으로서의 금융업

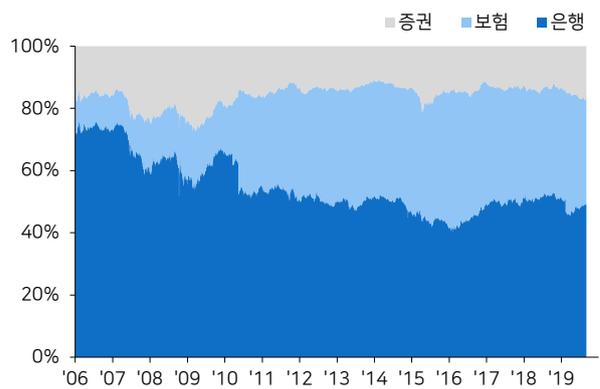
은행주가 주식으로서 점차 매력을 잃어가고 있다는 점에는 통감한다. 산업의 축이 제조업에서 IT·서비스업으로 옮겨가는 과정에서 나타나는 당연한 수순이다. 유형 집약적 투자에서 무형 집약적 투자로, 즉 자산 경량화(Asset light) 시대로 접어들고 있는 만큼 주식시장 내 전통 금융업종 비중 감소는 현재 진행형이다. 실제 과거 코스피 내 20%를 상회하던 금융업종 비중은 현재 10%를 하회하고 있다.

그림21 금융업종 코스피 내 비중 10% 하회



자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

그림22 금융 업권별 비중 추이

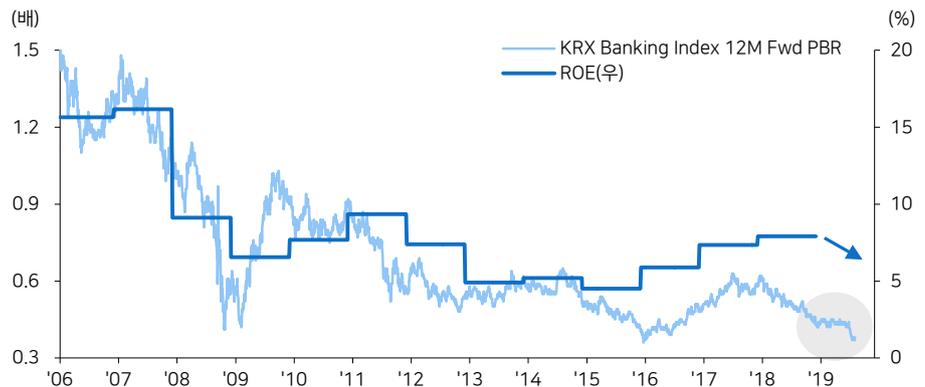


자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

벗어나기 힘든 Value Trap

또한 경기 개선을 동반한 금리 상승이 없는 한 현재 은행주가 처한 Value trap을 벗어나기도 쉽지 않다. 실제 당사는 '18년 상반기, 'Value Trap'이라는 제목의 보고서를 통해 은행업종 투자 의견을 Neutral로 하향한 바 있다. 주가 상승의 피로감이 존재하는 상황에서 ROE 정점 논란을 주가가 버티내기 힘들 것으로 전망했다.

그림23 은행 ROE와 밸류에이션 추이



자료: KRX, 금감원, 메리츠증권리서치센터

낮아진 변동성이 유발한 무관심

그렇다면 은행주는 주식으로서 투자할 가치가 없는 것인가? 만약 상반기 어느 시점에 누가 물어봤다면 선뜻 대답하기 힘든 질문이다. 기술적 반등은 기대할 수 있겠으나 투자 기회비용 측면에서 은행주가 선순위에 놓이긴 어렵기 때문이다.

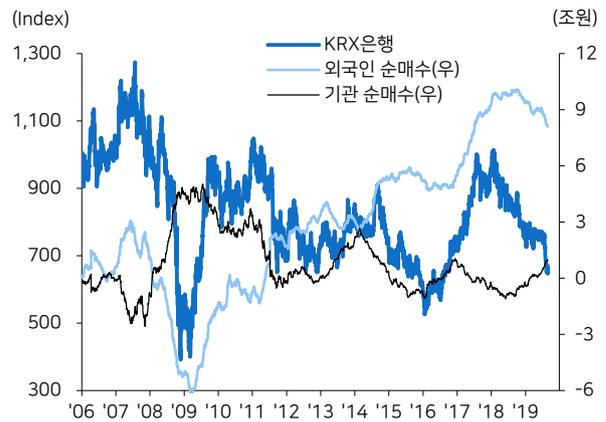
은행주가 외국인 환 플레이 대상으로 전략한 것도 비슷한 이유다. 국내 액티브 펀드 시장 위축, 핀테크 주식의 부상, 국민연금 10% 룰 등의 이유로 기관 투자자들의 관심이 줄어들며, 환율과 은행주의 음의 상관관계가 보다 심화됐다. '상승장에는 덜 오르고 하락장에는 덜 빠지는' 소위 저베타 주식으로 전략한 것도 증시 방어 주역서가 아니라 낮아진 주가 변동성 탓이 더 크다.

그림24 은행주와 환율의 높은 역의 상관관계



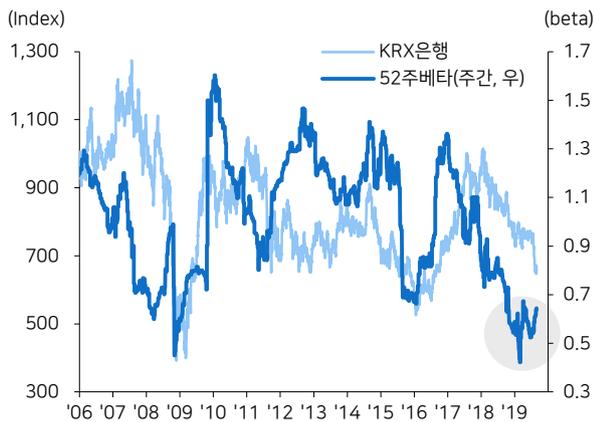
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림25 은행주 수급의 주도권은 외국인이 보유



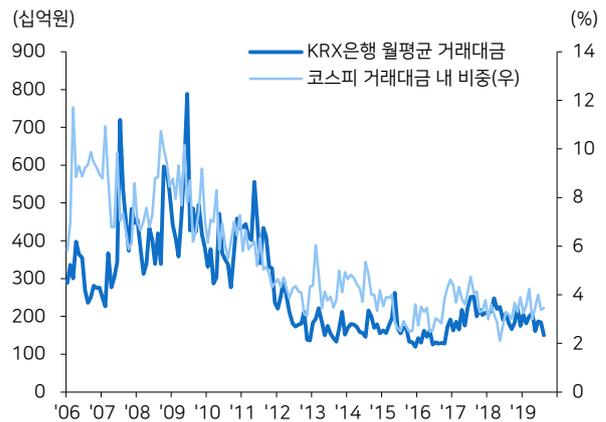
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림26 역대 최저 수준의 은행업 변동성



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림27 코스피 거래대금 내 KRX은행업 비중 3~4%



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

단기적 관점에서의 접근 요구

저점이라는 확신

중장기 전망이 밝지 않더라도 하반기의 절반이 지나가는 이 시점에는 좀 더 단기적인 관점에서의 접근이 요구된다. 투자 심리는 바닥을 통과하고 있으며, 양호한 실적 흐름에 기반한 높은 배당수익률이 돋보일 수 있는 시간이 다가오고 있다. 비록 6개월 뒤, 1년 뒤 주가가 제자리일지라도 결코 투자 매력이 없는 주식이 아니다. 고점과 저점을 잘 활용하면 의외로 높은 수익을 거둘 수 있다. 고점을 파악할 길은 없으나 현 주가가 저점이라는 확신을 가져볼 만한 시기다.

밸류에이션 과정에 극단적인 할인율을 적용했다. 국내 기준금리 인하 Cycle이 본격화되기 직전인 '11년 코스피 대비 KRX은행업 COE 할증 폭을 자본비용 계산 과정에 가산했다. 종목별로 5~14% 내외의 적정주가 하락은 불가피했으나 주가가 더 많이 하락한 탓에 업종 상승여력은 30%를 상회하는 것으로 추정된다. 또한 커버리지 8개사 모두 당사 투자등급 기준으로 Buy rating(추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상)으로 분류된다. 이에 Trading buy rating으로 평가했던 BNK금융지주와 DGB금융지주의 투자등급을 Buy로 상향한다.

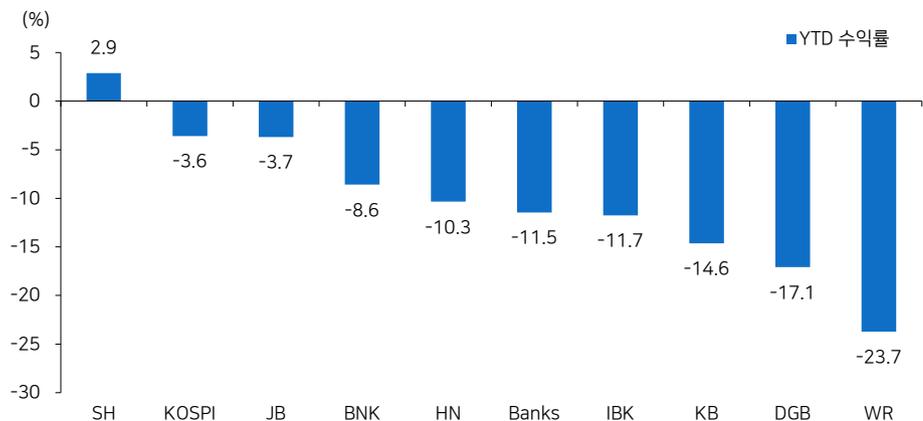
투자의견 Overweight로 상향

은행업종 투자의견을 기존 Neutral에서 Overweight로 상향한다. 투자자 입장에서 적정주가 하향과 업종 투자의견 상향이 모순적으로 비춰질 수 있다. 그러나 우리는 지극히 보수적으로 추정해서 제시한 적정주가와 현 주가의 괴리가 더 이상 심해지기 어렵다고 판단하고 있다. 하반기 Upside risk에 대비한 적극적인 매수 전략이 필요한 시점이다.

Top picks: KB, 하나금융, DGB

추세 상승이 아닌 연말까지 약 20~30% 내외의 제한적 반등을 예상하고 있는 만큼 상반기와 같은 종목간 수익률 격차는 크지 않을 것으로 전망한다. 다만 펀더멘털 우위 보다는 1) 낙폭 과대 또는 2) 고베타 종목이 상승 탄력도 측면에서 좀 더 우선 순위에 놓인다. 시중은행 중엔 KB금융, 하나금융지주를, 지방은행 중엔 DGB금융지주를 단기 최선호주로 추천한다.

그림28 상장은행 YTD 수익률



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표6 은행업 Valuation

	단위	값	비고
12MFwd ROE	(%)	8.6	메리츠종금증권 은행업 유니버스 기준
Cost of Equity	(%)	5.0	메리츠종금증권 은행업 유니버스 기준
Risk Free Rate	(%)	1.2	국고 3년물 금리
Risk Premium	(%)	6.0	메리츠종금증권 기준
Beta	(배)	0.6	종목별 52주 주간 베타 산술평균
COE 조정계수	(%)	11.1	'11년 금리인하 직전의 KOSPI 대비 COE 할증폭
Adj. Cost of Equity	(%)	16.1	Cost of Equity + COE 조정계수
Eternal Growth	(%)	0.0	영구성장률 0% 가정
Adj. Fair PBR	(배)	0.53	
Premium/Discount	(%)	-16.9	종목별 Premium/Discount 산술평균
Target PBR	(배)	0.44	
현재 시가총액(8/30)	(십억원)	65,334	메리츠종금증권 은행업 유니버스 기준
목표 시가총액	(십억원)	85,142	메리츠종금증권 은행업 유니버스 기준
Upside Potential	(%)	30.3	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표7 종목별 적정주가 산출내역

(%)	신한지주	KB금융	하나금융지주	우리은행	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주
12M Fwd ROE	8.7	8.8	8.3	9.7	9.1	7.4	7.4	9.1
Cost of Equity	4.8	5.7	6.0	6.3	4.5	3.9	4.5	4.3
Risk Free Rate	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Risk Premium	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Beta	0.6	0.7	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
COE 조정계수	11.1	11.1	11.1	11.1	11.1	11.1	11.1	11.1
Adj. Cost of Equity	15.9	16.8	17.1	17.4	15.6	15.0	15.6	15.4
Eternal Growth	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Adj. Fair PBR (배)	0.55	0.53	0.48	0.56	0.58	0.49	0.48	0.59
Premium/Discount	+10.0	0.0	-10.0	-10.0	-25.0	-30.0	-30.0	-40.0
Target PBR (배)	0.60	0.53	0.44	0.50	0.44	0.35	0.33	0.36
12M Fwd BPS (원)	86,954	101,628	98,994	30,743	37,035	23,884	28,179	19,713
적정주가 (원)	52,000	53,000	43,000	15,500	16,000	8,500	9,000	7,000
현재가(8/30, 원)	40,750	39,700	32,500	11,900	12,400	6,700	6,890	5,490
기존 적정주가 (원)	56,000	58,000	50,000	18,000	18,000	9,000	10,000	7,500
적정주가 변동사향	7.1% 하향	8.6% 하향	14.0% 하향	13.9% 하향	11.1% 하향	5.6% 하향	10.0% 하향	6.7% 하향
Upside Potential	27.6	33.5	32.3	30.3	29.0	26.9	30.6	27.5

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표8 은행업 Coverage Valuation Table

		Top Picks			시중은행			지방은행	
		KB금융	하나금융지주	DGB금융지주	신한지주	우리금융지주	기업은행	BNK금융지주	JB금융지주
Code No.		105560 KS	086790 KS	139130 KS	055550 KS	316140 KS	024110 KS	138930 KS	175330 KS
투자 의견		Buy							
적정주가(원)		53,000	43,000	9,000	52,000	15,500	16,000	8,500	7,000
현재가(8/30, 원)		39,700	32,500	6,890	40,750	11,900	12,400	6,700	5,490
상승여력(%)		33.5	32.3	30.6	27.6	30.3	29.0	26.9	27.5
지배순이익(십억원)	2017	3,311	2,037	302	2,919	1,512	1,501	403	185
	2018	3,061	2,233	384	3,157	2,033	1,754	502	242
	2019E	3,356	2,267	341	3,394	2,045	1,809	558	328
	2020E	3,394	2,403	346	3,400	1,989	1,876	567	336
자본총계(십억원)	2017	34,045	24,828	4,196	33,703	20,565	19,802	7,656	3,086
	2018	35,713	27,108	5,063	36,651	21,953	21,094	8,425	3,458
	2019E	37,717	28,926	5,288	41,259	23,194	19,830	8,349	3,970
	2020E	40,239	30,775	5,572	43,960	24,683	21,196	8,794	4,270
ROE(%)	2017	10.2	8.8	8.0	9.1	7.4	8.0	5.8	7.9
	2018	8.8	8.9	9.3	9.2	9.7	8.6	6.8	8.7
	2019E	9.1	8.3	7.7	9.1	9.8	8.9	7.4	9.7
	2020E	8.7	8.3	7.4	8.5	9.7	9.2	7.4	8.9
EPS(원)	2017	7,920	6,881	1,787	6,155	2,237	2,681	1,237	1,191
	2018	7,321	7,438	2,267	6,657	3,008	3,133	1,540	1,512
	2019E	8,026	7,549	2,018	7,158	3,007	3,231	1,712	1,665
	2020E	8,118	8,003	2,046	7,169	2,925	3,351	1,739	1,707
BPS(원)	2017	85,302	80,654	23,088	69,210	30,249	35,175	21,654	15,895
	2018	90,264	88,026	25,684	75,923	32,290	37,471	23,401	16,114
	2019E	96,774	94,465	26,959	82,884	29,106	35,216	22,862	18,655
	2020E	103,246	100,504	28,586	88,310	31,289	37,641	24,225	20,065
PER(배)	2017	8.0	7.2	5.9	8.0	7.0	6.1	7.6	5.1
	2018	6.4	4.9	3.7	5.9	5.2	4.5	4.8	3.8
	2019E	4.9	4.3	3.4	5.7	4.0	3.8	3.9	3.3
	2020E	4.9	4.1	3.4	5.7	4.1	3.7	3.9	3.2
PBR(배)	2017	0.7	0.6	0.5	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
	2018	0.5	0.4	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3	0.4
	2019E	0.4	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
	2020E	0.4	0.3	0.2	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3

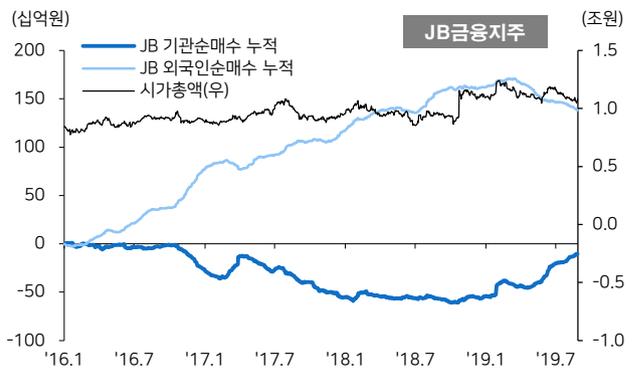
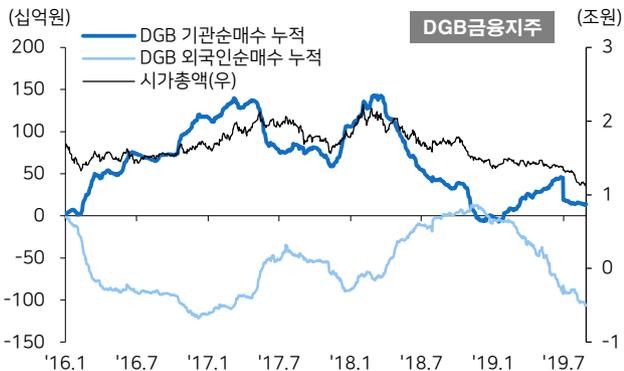
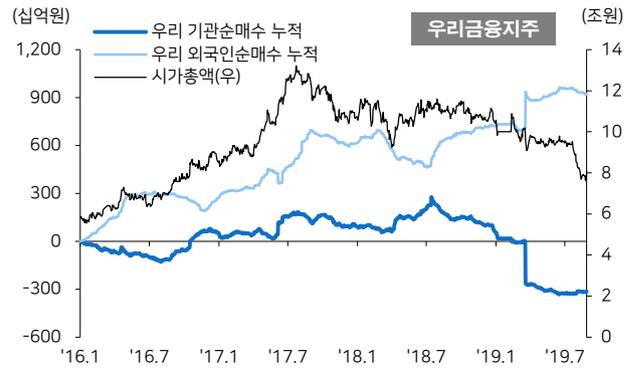
자료: 메리츠증권 리서치센터

표9 Global Peer Valuation

기준일 (*19.8.30)	기업명	시가총액 (십억원)	종가 (각국통화)	등락률(%)				PER(배)		PBR(배)		ROE(%)	
				1D	1M	3M	YTD	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
한국	KOSPI	1,267.0	1,967.8	1.8	-1.5	-3.4	-3.6	12.6	10.2	0.8	0.8	5.6	9.5
	KRX BANKS	65.5	671	2.7	-4.2	-9.8	-11.5	4.5	4.4	0.4	0.4	8.9	8.5
	신한지주	19.3	40,750	2.0	-4.7	-8.3	2.9	5.7	5.6	0.5	0.5	9.2	8.8
	KB금융	16.6	39,700	2.2	-4.3	-9.4	-14.6	4.9	4.8	0.4	0.4	8.7	8.5
	하나금융지주	9.8	32,500	1.2	-4.1	-9.3	-10.3	4.2	4.1	0.3	0.3	8.6	8.2
	우리금융지주	8.1	11,900	5.8	-5.2	-14.4	-23.7	4.1	4.1	0.4	0.4	9.3	9.0
	기업은행	7.1	12,400	2.9	-2.0	-10.5	-11.7	4.2	4.1	0.4	0.3	8.8	8.4
	BNK금융지주	2.2	6,700	3.4	-3.0	-2.9	-8.6	4.0	4.0	0.3	0.3	7.0	6.5
	DGB금융지주	1.2	6,890	3.0	-5.4	-14.7	-17.1	3.4	3.3	0.3	0.2	7.5	7.1
JB금융지주	1.1	5,490	1.7	-1.8	-1.6	-3.7	3.2	3.2	0.3	0.3	10.0	9.1	
미국	S&P 500	30,568.4	2,926.5	0.1	0.0	6.9	16.7	17.7	16.1	3.2	3.0	19.1	19.8
	S&P 500 BANKS	1,582.5	309.4	0.6	-4.0	3.8	11.1	10.2	9.7	1.1	1.1	11.6	11.5
	JP Morgan	425.0	109.9	0.6	-2.7	4.4	12.5	10.9	10.4	1.5	1.4	14.0	13.9
	BOA	309.8	27.5	0.7	-6.4	4.0	11.6	9.7	9.0	1.0	1.0	11.1	11.1
	Wells Fargo	248.2	46.6	0.8	-0.8	6.1	1.1	10.0	10.1	1.1	1.1	11.7	11.0
	Citi Group	175.9	64.4	0.7	-4.8	4.3	23.6	8.4	7.5	0.8	0.7	9.6	9.7
	Goldman Sachs	92.3	203.9	0.2	-2.0	12.4	22.1	8.8	8.1	0.9	0.9	10.5	11.0
유럽	Euro STOXX 50	4,039.3	3,426.8	0.5	1.6	4.9	14.2	14.2	12.8	1.6	1.5	9.6	9.9
	ESTX Banks	561.9	80.7	-0.0	-3.5	-6.2	-7.3	7.4	7.0	0.5	0.5	7.7	7.8
	BNP Paribas	68.2	45.1	0.5	-0.3	0.4	4.0	6.8	6.5	0.5	0.5	7.9	7.9
	UBS Group	49.3	10.6	0.3	-4.0	-9.5	-9.9	8.6	7.8	0.7	0.7	8.1	9.0
	Deutsche bank	18.0	7.2	0.8	-7.0	8.7	-5.6	109.6	16.1	0.2	0.2	-1.3	1.3
일본	NIKKEI 225	3,887.2	20,704.4	1.2	-1.7	0.7	3.4	15.0	14.5	1.5	1.4	10.2	9.2
	INDEX	342.3	131.8	1.9	-3.6	-4.8	-10.2	7.2	7.2	0.4	0.4	5.5	5.5
	MUFG	79.3	4.8	2.0	-2.2	1.9	-5.1	6.9	7.1	0.4	0.4	6.2	5.7
	SMFG	55.5	32.8	1.6	-6.8	-7.9	-4.4	6.6	6.7	0.5	0.4	7.2	6.6
	MFG	44.7	1.5	1.3	-1.0	0.7	-9.2	8.2	8.2	0.4	0.4	4.0	5.4
	SMTH	15.4	32.7	1.3	-3.9	-12.9	-13.7	7.5	7.2	0.5	0.5	6.7	6.7
중국	CSI 300	5,114.7	3,799.6	0.2	1.6	6.4	26.2	12.4	10.9	1.6	1.5	12.1	11.8
	CSI 300 Banks	1,097.5	5,829.7	0.3	-3.7	1.1	11.4	6.2	5.7	0.8	0.7	12.4	12.0
	공상은행	311.9	0.8	-0.6	-3.1	0.3	1.9	6.2	5.9	0.8	0.7	12.9	12.4
	건설은행	227.1	1.0	-0.6	-4.3	3.2	8.3	6.5	6.2	0.8	0.7	13.2	12.7
	농업은행	197.8	0.5	0.3	-4.2	-3.2	-5.6	5.6	5.3	0.7	0.6	12.4	12.0
	중국은행	164.3	0.5	0.0	-3.0	-4.5	-2.2	5.7	5.4	0.6	0.6	11.4	11.0

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 외국인 기관 수급차트



자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 9월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 9월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 9월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 은경완)

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

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

KB 금융 (105560) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.10	산업분석	Buy	70,000	은경완	-20.7	-15.6	
2017.10.27	기업브리프	Buy	70,000	은경완	-19.4	-14.4	
2017.11.29	산업분석	Buy	76,000	은경완	-17.8	-10.9	
2018.01.16	산업분석	Buy	85,000	은경완	-22.2	-19.3	
2018.02.09	기업브리프	Buy	85,000	은경완	-25.5	-19.3	
2018.04.12	산업분석	Buy	75,000	은경완	-20.7	-20.0	
2018.04.20	기업브리프	Buy	75,000	은경완	-21.7	-18.3	
2018.05.28	산업분석	Buy	70,000	은경완	-22.6	-18.0	
2018.07.10	산업분석	Buy	69,000	은경완	-21.3	-19.7	
2018.07.20	기업브리프	Buy	69,000	은경완	-23.6	-18.6	
2018.10.15	산업분석	Buy	69,000	은경완	-23.8	-18.6	
2018.10.26	기업브리프	Buy	69,000	은경완	-24.6	-18.6	
2018.11.13	산업분석	Buy	61,000	은경완	-22.9	-19.8	
2019.01.15	산업분석	Buy	61,000	은경완	-23.0	-19.8	
2019.02.11	기업브리프	Buy	58,000	은경완	-23.5	-20.1	
2019.04.25	기업브리프	Buy	58,000	은경완	-22.6	-19.3	
2019.06.07	산업분석	Buy	58,000	은경완	-22.6	-19.3	
2019.07.18	기업브리프	Buy	58,000	은경완	-24.1	-19.3	
2019.09.02	산업브리프	Buy	53,000	은경완	-	-	

하나금융지주 (086790) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.10	산업분석	Buy	65,000	은경완	-27.2	-22.9	
2017.10.30	기업브리프	Buy	65,000	은경완	-27.6	-22.9	
2017.11.29	산업분석	Buy	65,000	은경완	-26.0	-15.1	
2018.01.16	산업분석	Buy	67,500	은경완	-21.9	-17.8	
2018.02.05	기업브리프	Buy	67,500	은경완	-27.8	-17.8	
2018.04.12	산업분석	Buy	60,000	은경완	-27.0	-25.0	
2018.04.23	기업브리프	Buy	60,000	은경완	-24.2	-20.2	
2018.05.28	산업분석	Buy	54,000	은경완	-19.3	-14.4	
2018.07.10	산업분석	Buy	54,000	은경완	-19.5	-14.4	
2018.07.23	기업브리프	Buy	54,000	은경완	-19.3	-14.1	
2018.10.15	산업분석	Buy	54,000	은경완	-19.4	-14.1	
2018.10.29	기업브리프	Buy	54,000	은경완	-20.3	-14.1	
2018.11.13	산업분석	Buy	50,000	은경완	-25.7	-21.0	
2019.01.15	산업분석	Buy	50,000	은경완	-25.2	-20.1	
2019.02.01	기업브리프	Buy	50,000	은경완	-24.1	-18.9	
2019.04.18	산업분석	Buy	50,000	은경완	-24.1	-18.9	
2019.04.22	기업브리프	Buy	50,000	은경완	-24.6	-18.9	
2019.06.07	산업분석	Buy	50,000	은경완	-25.0	-18.9	
2019.07.29	기업브리프	Buy	50,000	은경완	-26.2	-18.9	
2019.09.02	산업브리프	Buy	43,000	은경완	-	-	

DGB 금융지주 (139130) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.10	산업분석	Buy	13,000	은경완	-20.6	-18.1	
2017.11.09	기업브리프	Trading Buy	11,500	은경완	-16.2	-13.0	
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	11,500	은경완	-10.7	0.0	
2018.01.16	산업분석	Trading Buy	12,500	은경완	-4.0	0.4	
2018.02.05	기업브리프	Trading Buy	14,000	은경완	-14.4	-6.1	
2018.04.12	산업분석	Trading Buy	14,000	은경완	-14.7	-6.1	
2018.04.30	기업브리프	Trading Buy	14,000	은경완	-15.8	-6.1	
2018.05.28	산업분석	Trading Buy	12,500	은경완	-16.8	-11.2	
2018.07.10	산업분석	Trading Buy	12,000	은경완	-18.8	-15.4	
2018.08.01	기업브리프	Trading Buy	12,000	은경완	-16.7	-12.9	
2018.09.13	기업브리프	Trading Buy	12,000	은경완	-16.2	-12.1	
2018.10.15	산업분석	Trading Buy	12,000	은경완	-16.6	-12.1	
2018.11.01	기업브리프	Trading Buy	12,000	은경완	-17.4	-12.1	
2018.11.13	산업분석	Trading Buy	10,000	은경완	-14.2	-10.5	
2019.01.15	산업분석	Trading Buy	10,000	은경완	-14.5	-10.5	
2019.02.12	기업브리프	Trading Buy	10,000	은경완	-14.7	-10.5	
2019.05.03	기업브리프	Trading Buy	10,000	은경완	-15.1	-10.5	
2019.06.07	산업분석	Trading Buy	10,000	은경완	-16.3	-10.5	
2019.08.02	기업브리프	Trading Buy	10,000	은경완	-17.8	-10.5	
2019.09.02	산업브리프	Buy	9,000	은경완	-	-	

신한지주 (055550) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.10	산업분석	Buy	62,000	은경완	-18.9	-16.6	
2017.10.31	기업브리프	Buy	62,000	은경완	-19.8	-16.6	
2017.11.29	산업분석	Buy	62,000	은경완	-19.7	-14.0	
2018.01.16	산업분석	Buy	64,000	은경완	-18.4	-16.6	
2018.02.08	기업브리프	Buy	62,000	은경완	-25.9	-20.0	
2018.04.12	산업분석	Buy	53,000	은경완	-14.0	-13.0	
2018.04.23	기업브리프	Buy	53,000	은경완	-11.4	-8.7	
2018.05.28	산업분석	Trading Buy	53,000	은경완	-13.4	-8.7	
2018.07.10	산업분석	Trading Buy	53,000	은경완	-13.7	-8.7	
2018.07.25	기업브리프	Trading Buy	53,000	은경완	-15.2	-8.7	
2018.09.06	기업브리프	Trading Buy	53,000	은경완	-15.6	-8.7	
2018.10.15	산업분석	Trading Buy	53,000	은경완	-15.7	-8.7	
2018.10.25	기업브리프	Trading Buy	53,000	은경완	-16.0	-8.7	
2018.11.13	산업분석	Trading Buy	50,000	은경완	-18.2	-13.2	
2019.01.15	산업분석	Trading Buy	50,000	은경완	-17.5	-12.3	
2019.02.13	기업브리프	Trading Buy	50,000	은경완	-15.1	-8.4	
2019.04.26	기업브리프	Buy	56,000	은경완	-19.1	-14.3	
2019.06.07	산업분석	Buy	56,000	은경완	-19.4	-14.3	
2019.07.26	기업브리프	Buy	56,000	은경완	-21.3	-14.3	
2019.09.02	산업브리프	Buy	52,000	은경완	-	-	

우리금융지주 (316140) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.04.26	기업브리프	Buy	18,000	은경완	-22.6	-20.8	
2019.06.07	산업분석	Buy	18,000	은경완	-22.5	-20.0	
2019.07.22	기업브리프	Buy	18,000	은경완	-25.6	-20.0	
2019.09.02	산업브리프	Buy	15,500	은경완	-	-	

기업은행 (024110) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.10	산업분석	Trading Buy	16,000	은경완	-9.1	-3.8	
2017.10.30	기업브리프	Trading Buy	17,000	은경완	-9.3	-7.1	
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	18,000	은경완	-9.5	-4.4	
2018.01.16	산업분석	Trading Buy	19,000	은경완	-12.7	-10.0	
2018.02.12	기업브리프	Trading Buy	19,000	은경완	-14.5	-9.5	
2018.04.12	산업분석	Trading Buy	19,000	은경완	-14.6	-9.5	
2018.04.27	기업브리프	Trading Buy	19,000	은경완	-14.2	-9.5	
2018.05.28	산업분석	Trading Buy	19,000	은경완	-14.8	-9.5	
2018.07.10	산업분석	Trading Buy	19,000	은경완	-15.1	-9.5	
2018.07.27	기업브리프	Trading Buy	19,000	은경완	-16.7	-9.5	
2018.10.15	산업분석	Trading Buy	19,000	은경완	-17.1	-9.5	
2018.10.26	기업브리프	Buy	19,000	은경완	-17.3	-9.5	
2018.11.13	산업분석	Buy	19,000	은경완	-18.3	-9.5	
2019.01.15	산업분석	Buy	19,000	은경완	-18.4	-9.5	
2019.01.16	1년 경과				-26.6	-23.7	
2019.02.12	기업브리프	Buy	18,000	은경완	-20.8	-18.3	
2019.04.26	기업브리프	Buy	18,000	은경완	-21.3	-18.3	
2019.06.07	산업분석	Buy	18,000	은경완	-21.8	-18.3	
2019.07.26	기업브리프	Buy	18,000	은경완	-23.4	-18.3	
2019.09.02	산업브리프	Buy	16,000	은경완	-	-	

BNK 금융지주 (138930) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.10	산업분석	Trading Buy	11,500	은경완	-13.3	-10.4	
2017.11.02	기업브리프	Trading Buy	11,500	은경완	-15.2	-10.4	
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	11,000	은경완	-14.1	-9.1	
2018.01.16	산업분석	Trading Buy	11,000	은경완	-11.0	-3.2	
2018.02.09	기업브리프	Trading Buy	11,000	은경완	-7.5	1.8	
2018.04.12	산업분석	Trading Buy	12,500	은경완	-16.7	-15.6	
2018.05.03	기업브리프	Trading Buy	12,500	은경완	-17.4	-15.6	
2018.05.28	산업분석	Trading Buy	12,000	은경완	-20.6	-15.4	
2018.07.10	산업분석	Trading Buy	11,000	은경완	-18.5	-14.2	
2018.08.01	기업브리프	Trading Buy	11,000	은경완	-22.4	-14.2	
2018.10.15	산업분석	Trading Buy	11,000	은경완	-23.4	-14.2	
2018.11.01	기업브리프	Trading Buy	11,000	은경완	-24.0	-14.2	
2018.11.13	산업분석	Trading Buy	9,000	은경완	-16.8	-11.2	
2019.01.15	산업분석	Trading Buy	9,000	은경완	-18.1	-11.2	
2019.02.13	기업브리프	Trading Buy	9,000	은경완	-19.6	-11.2	
2019.05.02	기업브리프	Trading Buy	9,000	은경완	-20.0	-11.2	
2019.06.07	산업분석	Trading Buy	9,000	은경완	-19.7	-11.2	
2019.07.31	기업브리프	Trading Buy	9,000	은경완	-20.4	-11.2	
2019.09.02	산업브리프	Buy	8,500	은경완	-	-	

JB 금융지주 (175330) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.10	산업분석	Trading Buy	7,000	은경완	-16.4	-13.9	
2017.11.06	기업브리프	Trading Buy	7,000	은경완	-16.4	-13.9	
2017.11.29	산업분석	Trading Buy	7,000	은경완	-14.8	-8.1	
2018.01.16	산업분석	Trading Buy	7,000	은경완	-13.1	-2.0	
2018.02.12	기업브리프	Trading Buy	7,600	은경완	-17.0	-12.2	
2018.04.12	산업분석	Trading Buy	7,600	은경완	-17.6	-12.2	
2018.05.08	기업브리프	Trading Buy	7,600	은경완	-17.7	-12.2	
2018.05.28	산업분석	Trading Buy	7,300	은경완	-19.7	-14.1	
2018.07.10	산업분석	Trading Buy	7,000	은경완	-17.5	-13.6	
2018.07.16	기업브리프	Trading Buy	7,000	은경완	-15.4	-13.1	
2018.08.02	기업브리프	Trading Buy	7,000	은경완	-13.8	-10.1	
2018.10.15	산업분석	Trading Buy	7,000	은경완	-14.5	-10.1	
2018.11.05	기업브리프	Trading Buy	7,000	은경완	-14.7	-10.1	
2018.11.13	산업분석	Buy	7,500	은경완	-24.5	-21.6	
2019.01.15	산업분석	Buy	7,500	은경완	-24.5	-21.6	
2019.01.30	기업브리프	Buy	7,500	은경완	-22.9	-16.0	
2019.04.18	산업분석	Buy	7,500	은경완	-23.0	-16.0	
2019.05.02	기업브리프	Buy	7,500	은경완	-23.5	-16.0	
2019.06.07	산업분석	Buy	7,500	은경완	-23.3	-16.0	
2019.08.05	기업브리프	Buy	7,500	은경완	-23.7	-16.0	
2019.09.02	산업브리프	Buy	7,000	은경완	-	-	