CMRC 자본시장연구회 한국외대 경제금융학회

JB금융지주 (175330)

떠오르는 금융주를 주목하라

HOLD

현재주가	7370원
목표주가	7464 ~ 8482원 (+1.3% ~ 15.1%)

Key Data	
KOSPI(pt)	3,296.68
KOSDAQ(pt)	1,029.96
시가총액	1조 4833억원
액면가	5000원
52주 최고	8000원
52주 최저	4280원
발행주식수	196,982,894
거래량㈜	506,809
거래대금(백만)	3,797
외국인 지분율(%)	41.05%

Investment Index	
EPS (1Q21)	2027
BPS (1Q21)	19584
PER	3.58
PBR	0.37
BIS	13.2
CET1	10.1
NIM	2.6
CIR	50.9
배당지급률	20%
시가배당률	6.6%
ROE(TTM)	10.20%

주요주주	
㈜삼양사	13.33%
국민연금	9.83%
아프로파이낸셜대부㈜	9.50%

CMRC 5팀

팀장: 서덕우
팀원: 임우섭
하지원
현정은
황승찬

1. 산업분석
2. 지방은행 vs 시중은행
3. 기업분석
4. Risk & Issue
5. 투자포인트
6. Valuation
   1. 상대가치 P/B
   2. 내재적 P/B
7. Appendix

1. 산업분석

1. 은행업 개요

은행업이란 점포망과 조직을 갖추고 가계, 기업 등으로부터 예금 등의 형태로 획득한 자금을 재원으로 기업 등 자금수자에게 단기 대출을 공여하는 상업금융업무를 주업무로 수행한다. 설비 자금 공급 등을 위한 장기금융업무, 내국환 및 외국환 등 환업무, 지급 보증업무, 유가증권투자 업무 등의 업무도 수행하고 있으며 이밖에 국고 대리업무, 보호예수 등은 행업에 관련된 부수업무와 신탁업무, 신용카드 업무 및 환매조건부국 공채 매출 업무 등의 업무를 겸영하고 있다. 그 밖에도 투자 상품 및 보험 상품 판매업무를 하고 있다. 은행업은 경기변동에 민감한 산업이기 때문에 국민경제 내에서 필요한 자금의 조달과 공급을 수행하고 있다. 만약 은행이 거래기업의 부도 등으로 거액의 손실이 발생하면 이는 은행의 도산으로 이어지고, 은행이 도산하면 수많은 예금자들이 피해를 볼 뿐만 아니라 국가 금융 전체의 위기로 확산된다.

<표 1> 한국 은행업 수익구조

	2010년	2017년
이자이익	85.4	83.4
비이자이익	14.7	16.6
수수료이익	9.9	11.0
신탁관련 이익	0.9	2.7
유가증권 이익	12.4	5.6
외환파생 이익	-8.6	-2.7

자료출처: 금융감독원

1.1 은행업 수익 구조

은행업의 수익 구조는 크게 이자이익과 비이자 이익으로 나뉜다. 여기서 이자이익은 대출 등 이자부자산을 운용함에 발생하는 수입에서 예금 등 자금조달에 따른 비용을 차감한 것이다. 예금금리와 대출금리의 차이, 예대금리차가 커질수록 이자이익은 늘어나게 된다. 비이자 이익은 은행업의 영업이익 중 이자이익을 제외한 것으로 수수료, 신탁, 유가증권, 외환 파생 관련 이익으로 구성된다.

국내 은행의 수익 구조는 이자이익 중심으로 성장할 수밖에 없는 구조이다. <표1>에서 보는 바와 같이 2017년 기준으로 이자이익의 비중은 83.4%이고 비이자이익 중에서 수수료 관련 이익은 11.0%, 신탁 관련 이익과 유가증권 관련 이익은 각각 2.7%, 5.6%를 차지하였다. 2010년과 비교할 때 이자이익 비중은 큰 차이가 없으나 비이자이익은 부문별로 편차가 큰 편이다. 특히 유가증권 관련 이익은 금융 시장의 상황에 따라 변동성이 크다. 이렇듯 이자이익 비중이 높은 이유는 AUM(Assets Under Management, 관리자산) 기반의 자산관리 비즈니스보다 대차대조표(Balance sheet)기반의 비즈니스에 집중하기 때문이다. 이는 은행의 수익성이 대손비용에 민감하게 반응하는 원인이기도 하다. 2017년 기준으로 국내 은행의 자산 구성 중 대출자산 비중이 75%를 차지하고 유가증권 비중은 15% 내외를 유지하고 있다.

1.2 은행업 비용 구조

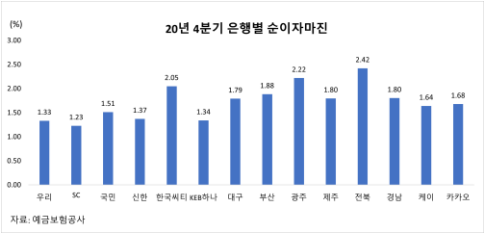
은행의 비용은 판매 및 일반관리비(이하 판관비)로 구성된다. 판관비는 상품과 용역의 판매활동 또는 관리와 유지에 발생하는 제 비용을 처리하는 계정을 의미하며 인건비와 물건비의 합으로 구성된다. 인건비에는 임직원 급여 및 제 수당, 계약직 급여, 퇴직급여, 복리후생비, 주식보상비 등이 포함되고 물건비에는 전산업무비, 지급입차료, 업무추진비, 광고선전비, 교육훈련비, 포상비, 소모품비, 수선유지비, 차량비 등이 포함되어 있다.

1.3 은행업 주요 지표

1.3.1 NIM(Net-Interest-Margin)

NIM(순이자마진)은 은행의 수익성을 나타내는 대표적 지표이다. 은행이 얼마나 수익을 잘 내고 있는지를 알기 위해서 예전에는 예대금리차(예대마진)를 참고했지만, 최근에는 순이자마진을 활용한다. Net-Interest-Margin을 줄여서 NIM이라고 불리는 순이자마진은 이자자산순수익(=이자수익자산 운용수익 – 이자비용부채 조달비용)을 이자수익자산총액으로 나눈 값이다. 이러한 계산 방식은 예대금리차와 함께 외화, 유가증권에서 발생하는 이자까지 포함하기 때문에 기존의 지표보다 은행의 이자부문 수익성을 잘 나타내고 있다.

<은행별 NIM 비교>



1. 산업분석

1.3.2 BIS(자기자본비율)

BIS 비율은 은행의 위험가중자산이 자기자본에서 차지하는 비중을 말한다. 우리나라는 은행업 감독규정 개정을 통해 2013년 12월 1일부터 기존보다 강화된 자본 규제인 바젤III를 시행하고 있다. 해당 감독 법규에 따라 관리하는 자기자본은 크게 그 위험의 정도에 따라 기본자본(Tier1) 과 보완자본(Tier2)로 구분될 수 있다.

<BIS 계산법>
(자기자본/위험가중자산) x 100

*자기자본은 (Tier1+Tier2)로 구성, 위험가중자산은 (신용리스크+시장리스크+운용리스크)로 구성

Tier1 기본자본: Core capital

기본자본은 BIS기준 자기자본비율의 분자인 자기자본의 핵심이 되는 자본으로서 ① 주주에 의해서 조성되고 ②상환불능, 만기불확정 ③확정이자 지급배제의 요건을 갖추어야 한다. 기본자본으로 인정되는 항목은 범위설정이 명확하고 모든 나라 은행제도에서 공통으로 나타나며 공표된 계정에서 파악이 가능한 항목으로 주식과 공표준비금으로 구성된다. 우리나라의 경우 자본금, 자본준비금, 이익잉여금, 연결자회사의 외부주주 지분이 이에 해당된다.

Tier2 보완자본: Supplementary capital

보완자본은 기본자본과 함께 BIS기준 자기자본비율의 분자인 자기자본을 형성하며, 전형적인 자기자본은 아니지만 자기자본에 포함될 수 있는 정당하고 중요한성격을 갖고 있다고 인정되는 항목으로 각국의 회계, 조세제도에 따라 감독 당국의 재량으로 결정하되 BIS 기준에 제시된 일정한 조건을 충족하여야 한다. 우리나라의 경우 재평가적립금, 유가증권 평가익, 대손충당금, 부채성자본조달수단, 기한부후순위채무 등이 이에 해당된다.

권장 자기자본비율

2008년 세계 금융위기 이후 제정된 바젤-III 협약은 2004년의 바젤-II 협약에서 제시했던 기준 보다 더 높은 조건을 제시했다. 바젤-III에서는 자기자본비율을 8% 이상, 보통주 자본비율 4.5% 이상, 기본자본비율 6% 이상을 유지해 은행 자본 안정성을 더 높이고 레버리지 비율을 기본자본 기준 3% 이상 유지하도록 하는 항목을 신설하여 지나치게 공격적인 투자를 억제하도록 했다.

1.3.3 NPL/NPL 커버리지

NPL은 Non-Performing Loan의 약자로 고정이하여신을 말하며, 흔히 부실채권으로 부른다. 은행의 여신은 그 위험성을 토대로 정상여신, 요주의여신, 고정여신, 회수의문여신, 추정손실여신 총 5단계로 분류된다. 국제통화기금(IMF)에서는 '고정'이하의 여신을 NPL로 간주한다. 금융회사는 자신들이 보유한 NPL을 채권추심을 전문으로 하는 신용정보회사난 여신전문금융회사, 저축은행 등 제2 금융권에 경매를 통해 싼 가격에 매각한다.

NPL 커버리지는 대손충당금/고정이하여신으로 나타나는데, 고정이하여신이 발생했을 때, 이를 감당할 여력을 충분히 확보하였는지 확인할 수 있는 지표이다. 보통 일반적으로 은행은 NPL 커버리지 비율을 140%로 판단한다.

1. 산업분석

2. 캐피탈업 개요

고객들의 예금을 받아 이를 기반으로 대출과 투자 등의 사업을 영위하는 일반적 은행업과는 달리 캐피탈업은 여신(대출)을 전문적으로 하는 회사로 카드회사와 함께 여신전문금융회사로 분류되고, 주 업무에 따라 리스사, 할부금융사, 신기술금융사로 구분된다. 국내 할부금융업은 2020년 2분기말 신규 취급 실적 기준으로 자동차 할부금융이 전체의 약 94.5%를 차지하고 있다. 현재 신용카드업을 제외하고, 할부금융업을 포함한 여신전문금융업은 자동차금융 위주로 활성화되어 있는 상황이다.

캐피탈업은 크게 제조업체 또는 금융기관 출자 회사로 나눌 수 있다. 제조업체 계열 할부금융회사는 주주 기관의 판매망 및 영업망을 보유하고 있어 영업망 확보에 강점을 가지는 한편, 금융계열 할부금융회사는 모기관의 신용도를 바탕으로 경쟁력 있는 자금조달에 강점을 가지고 있다. 금융계열 캐피탈회사의 경우, 제조계열 할부금융회사와 달리 자동차 제조사 등 판매자와 직접적인 연계가 되지 않아 고객 확보에 열위적 지위를 지닌다는 단점이 있으나 최근 핀테크, 모바일 금융 등의 발전 등 금융영역의 확대 및 다변화로 여신금융 시장이 성장함에 따라 열위적 지위는 점차 사라지고 있다.

2.1 리스와 할부의 차이

리스와 할부는 상품을 얻기 위해 일부 비용을 지급하고 나머지 비용은 캐피탈사가 지급한 후 캐피탈사에 원금과 이자를 갚는 형식이라는 점에서는 동일하다. 하지만, 할부는 상품의 소유권이 구매자에게로 넘어가는 반면 리스는 소유권이 판매자에게 귀속되어 있고, 구매자에게 일정 수준의 단서 조항을 제시하는 등 대여의 형태를 띠고 있다는 점에서 차이점이 있다. 최근에는 할부사업보다 리스사업이 떠오르고 있는데 할부에 비해 초기 비용 부담이 적고, 명의가 캐피탈업체로 되어있기 때문에 보험, 세금, 범칙금 등을 운전자가 지불하지 않아도 되는 절세 효과의 장점이 있다.

2.2 캐피탈과 은행 대출이자 비교

캐피탈사업의 경우 여신만 가능한 여신전문금융업체이기 때문에 은행차입, 채권발행, 콜론 등을 통해 낮은 이자율로 자금을 조달 받고, 소비자들에게 대출금융상품을 제공함으로서 이자스프레드를 취득하여 수익을 창출한다. 캐피탈사업은 은행보다 더 높은 대출이자스프레드를 남길 수 있을 수 있는데 예금을 받을 수 없는 특성상 자금을 외부에서 조달하기 때문에 금리가 높고, 은행에서 대출을 받을 수 없는 저신용자들의 비중이 높기 때문이다.

2. 지방은행 vs 시중은행

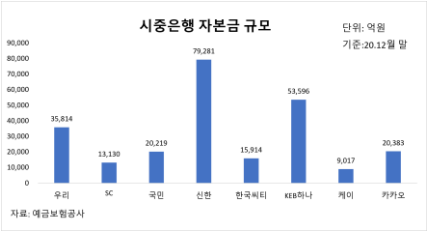
1. 사전적 정의 및 구분

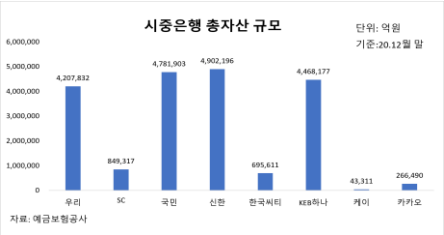
은행은 은행업을 규칙적, 조직적으로 경영하는 한국은행 외의 모든 법인을 말하는데, 은행법에 의해 설립된 일반은행과 개별 특수은행법에 의해 설립된 특수은행으로 나누어 볼 수 있다. 일반은행은 예금,대출 및 지급결제 업무를 고유업무로 하는 시중은행, 지방은행, 외국은행 국내지점으로 분류된다. 일반은행 중에서 시중은행은 전국적인 점포망을 가지고 있는 상업은행으로 국민은행, 신한은행, 우리은행, 하나은행, 한국씨티은행, 한국스탠다드차타드은행과 2016년, 2017년에 은행업을 인가를 받아 운영중인 인터넷전문은행 케이뱅크, 카카오뱅크 2개사를 포함하여 총 8개사가 있다.

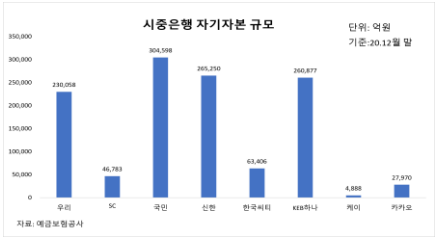
지방은행은 지방도시에 본점을 두고 그 지역의 기업이나 일반인 등과 밀접한 관계를 맺으면서 금융활동을 하는 일반은행을 말한다. 시중은행과 업무상 차이점은 없으나 영업구역 측면에서 차이가 존재한다. 1967년 대구은행을 시작으로 '1도 1은행' 정책에 따라 모두 10개의 지방은행이 설립됐지만, 외한위기 때 인수, 합병 과정을 거치며 현재는 경남은행, 광주은행, 대구은행, 부산은행, 전북은행, 제주은행 총 6개사만이 남아있다

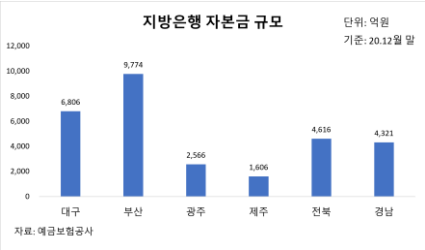
2. 자산 규모 비교

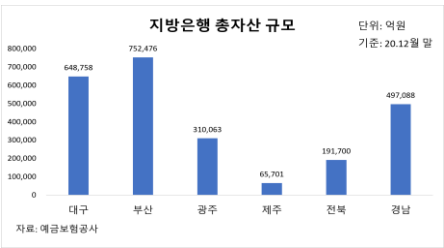
은행업은 예금을 대출해주거나 투자를 통해 수익을 얻는 구조를 갖고 있어 자산 규모는 은행의 수익 규모와 직결된다.

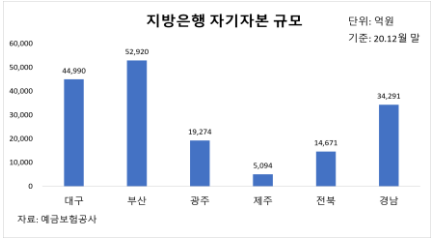






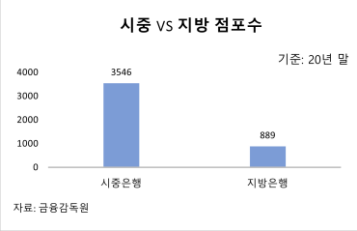






3. 점포 수 비교

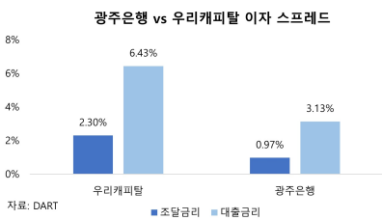
한정된 범위의 지역 경제에서만 영업망을 갖고 있는 지방은행과 전국을 대상으로 사업을 영위하는 시중은행은 점포 수에도 큰 차이를 보여주며 이는 자산 규모의 차이로도 이어진다.



4. 대출 비중 비교

시중은행은 대출 중 가계와 대기업 비중이 높은 편이다. 중소기업대출비율제도에 따르면 시중은행은 대출 증감분의 45%, 지방은행은 60%를 중소기업에 대출해야 하기 때문에 지방은행은 중소기업 대출 비중이 높다. 중소기업은 대기업에 비해 평균 대출 금리가 높기 때문에 지방은행은 시중은행 대비 높은 ROE 값을 갖는다. 높은 ROE값은 시중은행 대비 높은 위험성을 갖고 있다고 볼 수 있다.

JB 우리캐피탈은 제26기(2020년) 기준, 평균대출이자율 2.3%로 자금조달을 했으며, 자금운용실적은 평균대출이자율 6.43%로 약 4%의 이자 스프레드 수익을 창출하였다. 이외에도 총 근5년간의 이자율 스프레드 3~4% 수준을 기록하였다. 반면, 광주은행의 경우, 2020년 기준 0.97%로 자금을 조달 받았고, 자금운용을 통해 3.13%의 평균대출이자를 기록, 약 2%의 이자율 스프레드를 남겼다.



3. 기업분석

1. 금융지주회사란?

주식의 소유를 통해 금융기관 또는 금융업의 영위와 밀접한 관련이 있는 회사를 지배하는 것을 주된 사업으로 하여(자회사 주식 가액의 합계액이 당해 회사 자산총액의 50% 이상) 1개 이상의 금융기관을 지배하는, 자산총액이 1천억원 이상인 회사로서 금융위원회의 인가를 받은 회사를 말한다. 금융지주회사는 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」에 따른 일반지주회사와 달리 설립 시 금융위원회의 사전인가를 받아야 하며 자회사 경영관리 및 그 부수업무 이외에 다른 영리행위는 금지되는 순수지주회사 형태만 인정된다.

2000년 부실금융기관으로 지정된 한빛은행, 평화은행, 광주은행, 경남은행, 하나로종합금융에 공적자금이 투입되면서 모두 예금보험공사가 대주주로 있었는데 회사들을 효율적으로 관리하고 매각해 공적자금을 회수하기 위해 2001년 4월 대한민국 최초의 금융지주회사인 우리금융지주가 설립되었다. 우리금융지주를 시작으로 은행을 중심으로 한 여러 금융지주 회사가 설립되었는데, 2021년 기준 금융위원회의 인가를 받은 금융지주회사는 10 곳이며, 그 중 한 곳이 바로 ㈜JB금융지주이다.

<JB금융그룹 계열사>

2. 주요 계열사 지배구조

JB금융지주는 전북은행을 모태로 설립된 대한민국의 금융지주회사이다. BNK금융지주, DGB금융지주와 함께 지방 3대 금융지주사로 불리고 있으며 광주은행 인수에 이어 캄보디아 프놈펜상업은행(PPCB)도 인수하였다. 비은행계열사로는 JB우리캐피탈과 JB자산운용을 두고 있다.

2.1 주요 주주

JB금융지주의 주요 주주로는 1대 주주인 삼양그룹과 2대 주주인 국민연금공단 그리고 3대 주주인 OK금융그룹 계열의 아프로파인낸셜대부가 있다. 여기서 ㈜삼양사는 삼양홀딩스를 주축으로 한 식품/화학특화 기업 집단의 모기업으로 하림, 금호그룹, 부영 등과 더불어 호남 지역을 대표하는 대기업 집단이고, 3대 주주인 아프로파인낸셜대부는 최윤 OK금융 회장이 지분을 100% 보유한 일본법인 J&K 캐피탈 산하에 있는 대부업체이다.

주요 주주	의결권 주식 비율
㈜ 삼양사	13.33%
국민연금	9.83%
아프로파인낸셜대부㈜	9.50%
JUBILEE ASIA B.V.	6.97%
SINGWAND HOLDING PTE. LTD	5.34%
(주)JB금융지주우리사주조합	1.40%
(주)JB금융지주	1.36%
새마을금고중앙회	1.28%
기타	51.01%

3. 주요 사업내용

은행업

(주)전북은행과 (주)전북은행의 자회사인 프놈펜상업은행(PPCB) 및 (주)광주은행은 일반대중으로부터 예금 등의 형태로 취득한 자금을 주 재원으로 하여 자금수요자에게 장 · 단기 대출형식으로 자금을 공급하는 업무 외에 카드업무, 환업무, 방카슈랑스, 수익증권 판매업무, 유가증권운용업무, 신탁업무 등 광범위한 금융업무를 주요 사업으로 하고 있다.

여신전문금융업

JB우리캐피탈(주)은 여신전문금융업법에 따른 할부금융업, 시설대여업, 신기술사업 금융업 등의 사업을 영위하고 있으며, JB우리캐피탈의 자회사인 JB Capital Myanmar는 미얀마에서 소액대출업 등의 사업을 영위하고 있다.

집합투자업

JB자산운용(주)은 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 따라 집합투자업 등의 사업을 영위하고 있으며, (주)전북은행의 자회사인 프놈펜자산운용(JB PPAM)은 캄보디아에서 집합투자업 등을 영위하고 있다.

증권업

(주)광주은행의 자회사인 JB Securities Vietnam(JBSV)은 투자매매업, 투자중개업, 투자일임업, IB 등을 영위하고 있다.

3. 기업분석

4. SWOT분석

4.1 JB금융지주

S	- 연내 내부등급법 승인에 따른 자기자본비율 상승 기대
W	- 주요 주주인 삼양그룹과 OK금융그룹 간 경영권 분쟁가능성
O	- 금리 상승 환경에 따른 시장의 고배당주 선호 현상 - ESG 우수기업 선정
T	- DSR 규제(주택담보대출 규제)에 따른 신규대출 수요 감소 - 코로나19 장기화에 따른 부실여신 증가

Strength

JB금융그룹 21년도 1분기 경영 보고서에 따르면 연내 내부등급법 승인 시 보통주자본비율이 약 100bp 이상 개선될 것으로 예상된다. 이 경우, 보통주자본비율은 11%를 상회할 것으로 예상되며 이는 시중은행 평균 수치와 매우 근접한 값을 보여준다. 이러한 안정적인 자본비율을 기반으로 향후 주주환원정책을 바탕으로 지속적인 고배당 정책을 유지할 것으로 보인다.

Weakness

1대 주주인 삼양그룹와 3대 주주인 OK금융그룹간의 경영권 분쟁 조짐이 보이고 있다. 2019년 5월 아프로파이낸셜대부의 JB금융 지분은 5.01%에 불과하였으나 꾸준히 매입하여 지난해 12월 OK금융그룹 계열 지분은 총 9.24%에 달하였다. 이에 주요 주주로서 OK금융의 존재감이 커지자 삼양그룹의 지주회사인 ㈜삼양사 역시 추가적으로 지분은 매입하여 12.9%까지 지분율을 끌어올렸다. 올해 3월에도 삼양사는 정기주주총회를 앞두고 JB금융 지분 58만 7964주를 장내매수 형태로 사들이며 지배력을 공고히 하려는 움직임을 취하고 있다. OK금융은 모태 사업이었던 대부업에서 2024년까지 철수하겠다는 계획을 펼친 만큼 JB금융의 지분율을 조금씩 늘려 제1금융권 사업에 참여하려는 것이 아니냐는 관측도 존재한다. 이러한 경영권 분쟁 조짐은 단기간의 관점에서는 주식 매수 경쟁으로 인한 JB금융그룹 주가에 긍정적인 영향을 줄 수도 있으나 장기적인 관점에서 본다면 JB금융의 경영에 악영향을 가져올 것이다.

Opportunity

현재 KOSPI 등 주요 지수 성과가 상대적으로 저조한 상황에서 배당수익률이 높은 종목에 투자에 배당수익을 확보하려는 이른바 '고배당주' 투자 움직임이 일어나고 있다. 최근 국내 증시에서는 미국발 금리 상승 등의 영향으로 그간 고평가를 받던 성장주가 지속적으로 조정이 일어나며 자본차익을 얻기 힘들자, 투자자들이 고배당주에 관심을 갖기 시작하고 있다. 특히 과거 사례에 비추어 볼 때, 변동성 국면에서 투자자들은 재평가부담이 낮고 장기적으로 안정적인 배당을 줄 수 있는 고배당주를 선호하는 경향이 있다.

Threat

올해 7월부터 은행권별로 적용 중인 DSR 규제를 개별 차주에 적용키로 하면서 앞으로 신규 신용 대출이 감소할 전망이다. 특히 이번 규제의 핵심은 주택담보대출 규제 강화 시 신용대출 수요 증가를 촉발시킨다고 보며 신용대출에 대한 DSR 산정 만기까지 7년으로 축소하며 신규 대출 수요가 감소할 것은 확실해 보인다. 또한 코로나19의 장기화가 중소기업 중서민 대출 위주인 전북, 광주은행의 여신건전성을 악화시킬 것으로 보인다.

3. 기업분석

4.2 전북은행

S	- 호남지방을 중심으로 한 높은 시장점유율과 높은 고객 충성도 - NIM증가와 NPL/NPL 커버리지 비율 하락에 따른 건전성지표 안정화
W	- 규모가 작아 규모의 경제 실현 어려움 - 상환유예된 여신 연체율 증가 위험
O	- 지역사회공헌 등 ESG 경영 확대 - 연내 내부등급법 승인에 따른 자본비율 상승 및 사업의 다각화 - 지역사업 활성화 계획
T	- 코로나19의 영향으로 인한 경기의 불확실성 - 4차 산업혁명 환경에서 산업간 경쟁 심화

Strength

지방은행의 특성상 연고지인 호남지방에 밀도 있는 점포 네트워크를 구축하여 전라북도 내 시장점유율을 살펴보면 수신부문 22.89%, 대출부문 21.64%를 차지하고 있다. 이를 바탕으로 지역 밀착 영업을 추진하여 상대적으로 지역 고객들이 높은 충성도를 보이고 이에 맞추어 지역민에게 차별화된 금융 서비스를 제공하고 있다. 전북은행은 2021년 1분기에 당기순이익이 28.8%(381억원) 증가하며 1년 동안 가장 큰 폭의 성장률을 기록했다. 이러한 배경에는 은행의 주 수익원인 이자이익이 확대되면서 NIM(순이자마진) 증가가 큰 요인으로 작용했다. 전북은행은 2.51%의 NIM을 기록하면서 전년 동기보다 0.04%p 개선됐다. 지역 경기가 조금씩 회복되면서 자산건전성도 개선되었는데 1분기 말을 기준으로 NPL(고정이하여신) 비율이 9bp 하락하여 0.63%이 되었고 NPL커버리지 비율은 120.3%로 41.9%p 개선됐다.

Weakness

전북은행은 시중은행 대비 규모가 작아 규모의 경제를 실현하기 어렵다는 점이 있다. 이를 극복하기 위해 지역 내에서 기반고객 확보 전략을 펼치고 수도권에서는 특화 점포 중심으로 차별화 전략을 추진하여 경쟁력을 높이고자 한다. 또한 1분기 말 기준 전북은행의 연체율이 0.01% 상승하며 0.76%를 기록했다. 코로나19로 인해 시행한 대출만기연장과 원리금상환유예 조치가 끝나면 연체율이 더욱 증가할 수 있는 가능성이 존재한다.

Opportunity

지역밀착경영을 통해서 지역사회에 이익의 일부를 환원하고 봉사하는 사회공헌활동을 통한 관계금융을 지속적으로 해오고 있어 ESG 경영을 중요시 하는 사회적 변화에 좋은 시너지가 날 것으로 예상된다. 내부등급법이 승인되면 리스크 측정, 위험가중자산을 산출하게 되면서 자본비율이 상승하고 출자 여력이 상승한다. 이에 따라 여신 확대의 재원으로 활용 또는 인수합병 등 사업을 다각화의 재반으로 삼을 수 있다. 또한 전북혁신도시와 새만금 개발에 투자 또는 개발로 인한 지역의 경제가 성장하면서 새로운 고객의 확보를 통해서 수익구조 활성화 요인으로 작용할 것으로 생각해 볼 수 있다.

Threat

올해 7월부터 은행권별로 적용 중인 DSR 규제를 개별 차주에 적용키로 하면서 앞으로 신규 신용 대출이 감소할 전망이다. 특히 이번 규제의 핵심은 주택담보대출 규제 강화 시 신용대출 수요 증가를 촉발시킨다고 보며 신용대출에 대한 DSR 산정 만기까지 7년으로 축소하며 신규 대출 수요가 감소할 것은 확실해 보인다. 또한 코로나19의 장기화가 중소기업 중서민 대출 위주인 전북은행의 여신건전성을 악화시킬 것으로 보인다.

3. 기업분석

4.3 광주은행

S
- 높은 당기순이익 및 영업이익 실적
- '프라임플러스' 출시 등 ESG 경영에 대한 적극적 움직임
- 우수한 자산 건전성 및 자본 적정성 유지

W
- 동남부권 대비 상대적으로 약세한 지역경제
- 예금이탈율이 높은 공공기관의 영향으로 유동성 지표 하락

O
- 일임형 ISA제도 개선
- 베트남 현지 증권사 인수를 통한 동남아지역 진출
- 연내 내부등급법 승인에 따른 자본비율 상승 및 사업의 다각화

T
- DSR규제(주택담보대출 규제)에 따른 신규 대출 수요 감소
- 코로나19의 영향으로 인한 경기 불확실성
- 4차 산업혁명 환경에서 산업 간 경쟁 심화

Strength

광주은행은 21년도 1분기 당기순이익 521억원을 달성했다. 전년 동기 467억원 대비하여 11.6% 증가한 수치이다. 영업이익은 전년 대비 66억원이 증가하여 697억원을 기록했으며 순이자마진(NIM)은 2.21%를 달성했다. ESG 경영을 중요시하는 사회적 변화에 발맞추어 광주은행은 ESG팀을 신설하고 녹색금융을 실천하고 있다. 소상공인, 중/저 신용자들을 포용하기 위해 비대면전용 중금리 신용대출인 '프라임(prime)플러스론'을 출시하고 재무조정 상담과 경영컨설팅을 제공하며 포용금융 실천에도 앞장서고 있다. 고정이하여신비율은 0.44%, 연체비율이 0.39%로 은행권 최고 수준의 자산건전성을 유지하고 있다. BIS 자기자본비율 17.90%, 보통주자본비율 16.03% 을 기록하며 자본적정성 지표에서도 좋은 성과를 보여주고 있다.

Weakness

제조업,중공업을 기반으로 경제성장을 하는 동남부권과 달리 광주은행이 거점으로 삼고 있는 곳이 상대적으로 지역 경제가 약세한 것이 그 이유이다. 또한 유동성커버리지비율(LCR)이 90% 대 까지 하락했는데 이러한 이유에는 예금 이탈율이 높은 공공기관 예금 비중이 높은 영향을 받은 것으로 보인다. LCR은 고유동자산을 30일간의 순현금유출액으로 나누었을 때 나오는 값인데 광주은행이 지역 공공기관 금고 역할을 하며 비영업예금으로 분류되는 공공기관의 예금이 많이 들어오면서 현금유출 이탈이 크게 잡혀 LCR의 값이 하락하였다.

Opportunity

소득이 없어도 국내 거주자라면 일임형 ISA제도에 가입할 수 있는데 2021년도부터 제도가 개선되면서 일임형 ISA 포트폴리오 수익률 은행권 1위를 달성한 광주은행에 많은 고객이 몰릴 것으로 예상된다. 또한 지역거점은행의 약점으로 꼽히는 지역적 한계 극복을 위해 베트남 현지 증권사를 인수했다. 코로나19 상황에서도 베트남 GDP 2.91% 성장하면서 긍정적 신호를 보내고 있다. 동남아지역의 높은 성장 가능성, 기반시설 및 인프라 확충에 필요한 금융수요의 증가, 상대적으로 낮은 인건비와 숙련된 노동력의 결합으로 한국 기업들의 지속적인 동남아 진출, 한국보다 높은 은행들의 기대수익률이 있어 동남아지역 진출은 좋은 기회일 것으로 예상된다.

Threat

코로나19가 장기화되면서 대출 수요는 증가하고 있지만 가계부채 안정화를 위해 주택담보대출 총량 규제 및 총부채원리금상환비율(DSR) 강화 방안이 등장했다. 이로 인해 대출의 문턱이 높아지면서 대출 수요가 줄어들 것으로 예상된다. 경기에 민감한 은행업은 코로나19의 영향으로 지역경기가 침체된 상황에서 그 여파가 고스란히 지역거점 은행인 광주은행에도 전해질 것이다. 빅테크, 핀테크, 그리고 인터넷전문은행의 등장으로 산업 내 경쟁도 더욱 심화 될 것으로 보인다.

3. 기업분석

4.4 JB우리캐피탈

S	- 실적 개선 및 향후 안정적 실적 전망 - 비자동차사업 분야의 비중확대로 인한 수익성 중심사업 포트폴리오 개선 효과
W	- 판매자와 직접적인 연계가 되지 않아 고객 확보에 열위적 지위 - 기업금융과 투자금융 비중 확대에 따른 불확실성
O	- 500억원 규모의 주주배정 유상증자 실시
T	- 미얀마 쿠데타로 인한 현지상황 악화 - 가계대출 규제 강화, 연체율 상승 우려, 한국 GM의 판매고 감소 - 다른 산업의 할부금융업 진출에 따른 경쟁 심화

Strength

2021년 1분기 JB우리캐피탈(연결기준)은 전년동기 대비 75.3% 증가한 452억원의 순이익을 기록하며 JB금융그룹 이익 성장에 크게 기여하였다. 이자이익 13% 증가 등 핵심 이익 증가에 의한 실적개선으로 인해 향후 안정적 실적 전망이 예상된다. JB우리캐피탈의 수익성 중심 사업 포트폴리오 개선 효과도 나타나고 있다. JB우리캐피탈은 비자동차금융 사업 부문 비중 확대를 위해 해외 관련 사업 투자를 늘려갔는데 2021년 1분기 기준 JB우리캐피탈의 금융자산 포트폴리오를 살펴보면 자동차금융 56.9%(신차 39.8%· 중고차 13.9%), 일반대출· 부동산 20.7%, 개인신용 9.9%, 대부업 4.5%, 전략금융 3.1%, 기타 8.1% 등으로 구성됐다.

Weakness

JB 우리캐피탈의 약점 중 하나는 제조계열 할부금융회사와 달리 자동차 제조사 등 판매자와 직접적인 연계가 되지 않아 고객 확보에 열위적 지위를 가진다는 점이다. 경쟁이 심화되는 신차승용보다 수익성이 높은 중고승용에 집중하고, 중고차금융 자산 규모를 늘리겠다는 방침을 세우는 한편 비자동차 금융사업 부문 확장을 계획하고 있다. 하지만 기존의 자동차금융 중심의 소비자금융에서 기업금융과 투자금융으로 비중을 높인다는 것은 수익성이 높은 만큼 변동성도 클 수밖에 없다. 특히나 기업금융(기업대출)과 투자금융(PF대출)의 경우 회수 성과와 시기에 따른 불확실성이 높고 증시 등 외부요인 영향을 받을 수 있어 영업자산 내 비중이 커지면 수익변동성이 커질 수 있다.

Opportunity

JB금융지주는 자본 적정성 강화를 목적으로 JB우리캐피탈에 대해 500억원 규모의 주주배정 유상증자를 실시할 예정이다. 증자가 완료되면 JB우리캐피탈의 자기자본은 9000억원을 넘어서며 1조원을 바라보게 된다. JB금융은 앞서 1년 전에도 JB우리캐피탈에 대해 1000억원 규모의 유상증자를 실시하는 등 비은행 계열사 가운데 가장 든든한 수익원인 캐피털 쪽에 자원을 투하하고 있다.

Threat

JB우리캐피탈은 MFI소액대출기관으로 미얀마에 진출했지만 코로나19로 해외사업 확장에 차질이 생겼고, 미얀마에서 유혈사태가 일어나면서 사업 철수를 검토하고 있다. 현재 영업은 계속 하고 있지만 미얀마로 파견 나간 직원들 3명 중 1명만 남기고 현재 모두 국내로 들어왔으며, 최소 운용 인력을 제외한 모든 직원을 재택근무로 전환하고 영업시간을 단축해 운영 중이다. 이외에도 국내의 경우, 가계대출 규제 강화, 연체율 상승 우려, 한국GM의 판매고 감소 등 시장 환경의 변화로 인한 위협과 타 사업권인 은행, 카드, 저축은행 등의 할부금융업 진입이 이루어지며 경쟁위협이 심화되고 있는 중이다.

3. 기업분석

4.5 JB자산운용

S	- 에너지, 자원, 부동산 등 실물자산에 대한 투자 집중
W	- 부동산 펀드 부실에 따른 금감원 제재 및 KB증권과의 법적 공방
O	- 은행산업 변화에 따른 비은행부문 강화 의지 - 사업 포트폴리오 다각화 및 해외진출
T	- 타 금융지주 대비 늦은 VC진출에 따른 경쟁 심화

Strength

JB자산운용의 주요투자자산은 에너지, 자원, 부동산이며, 에너지자원 펀드에 방점을 두고 있다. 기존 및 대체 에너지의 개발 Boom은 산업화 및 전통적 에너지원 고갈에 따라 향후에도 지속될 것으로 예상된다. JB자산운용은 에너지 Fund를 조성하여 현재 국내의 풍부한 유동성을 급성장산업에 참여케 하여 Niche Market에서 선도적 위치를 확보하고 있다.

Weakness

JB 자산운용의 가장 큰 약점은 호주부동산펀드 사기 관련 이슈이다. 지난 2019년 4~7월 부동산 개발사 LBA캐피탈은 당시 KB증권과 JB자산운용의 ' JB 호주NDIS펀드 ' 를 약정 내용과 다르게 운용한 것으로 드러났다. KB증권과 JB자산운용은 2019년 9월 투자금 회수에 나섰고, LBA 캐피탈과 경영진을 상대로 소송을 제기하여 투자금의 90%를 회수했다. 하지만 이에 대한 후폭풍으로 2020년 2월, 금융감독원은 부동산 펀드 운용 과정 중 환매중단 등의 부실사고가 발생한 JB자산운용에 대해 환매중단 처분이 내려졌다. 또한 2020년 7월에는 호주 부동산 펀드 판매사인 KB증권과 운용사인 JB자산운용이 법적 공방에 돌입했다. 긴급 자산 회수를 통해 개인투자자들에게는 원금 전액 반환이 완료됐지만, 기관을 비롯한 전문투자자들에게는 투자금 회수가 마무리돼 손실액 등이 확정되면 돌려주겠다는 방침을 세웠다. 기관은 스스로 투자위험을 관리할 능력이 있는 전문투자자란 점에서 개인투자자와 같은 잣대를 적용하긴 어렵다는 논리였다. 이에 기관들은 집단 반발을 일으켰고, 한국투자증권과 ABL생명은 KB증권과 JB자산운용을 상대로 부당이득 반환 및 손해배상 청구 소송을 제기했다.

Opportunity

JB 금융지주는 사업 포트폴리오 다각화에 대한 결연한 의지를 내보이고 있다. 이에 JB 금융지주 측의 전폭적인 지지가 예상되어, 공격적인 사업확장을 기대해볼 수 있다. 대내적으로는 흑자전환을 원동력으로 삼아 다시금 성장 드라이브를 걸면서 에너지, 자원, 부동산 등에 치우친 영업을 이어가지 않고 포트폴리오 다각화를 예고하고 있다.

Threat

JB금융은 VC 계열사를 확보하지 못하여 전업이 아닌 계열사가 VC 펀드 등을 운용하고 있다. 2018년부터 국내 금융지주들의 VC 확보에 불이 붙었다. 이러한 배경에는 정부가 경제 활성화와 일자리 창출 등의 정책을 VC를 통해 추진하는 데다 다른 금융 계열사들과 시너지를 내기 좋다는 점이 매력으로 꼽혔다. VC에 대한 금융지주 및 자산운용사들의 M&A가 광풍을 불고 있는 지금 뒤늦은 VC 진출은 타 금융사에 비해 경쟁력과 성장성에 있어 안 좋은 영향을 끼칠 수 있다.

3. 기업분석

4.6 PPC Bank

S	- 아프로파이낸셜대부㈜와 공동진출로 리스크 축소 - 현지화 전략으로 캄보디아 시장 안정적 적응 완료	W	- 경영실적 및 건전성 약화 - 증가세를 보이는 연체율 - 불안한 캄보디아 경제
O	- 캄보디아 금융시장의 높은 잠재력	T	- 타 금융지주들의 공격적인 동남아시장 진출

Strength

캄보디아 프놈펜상업은행(Phnom Penh Commercial Bank, 이하 PPCB)은 캄보디아 소재 상업은행 중 자산기준 10위권 은행으로 총자산 약 1조 1,300억원, 직원 470여명 및 캄보디아 수도인 프놈펜과 주요 거점도시에 23개 지점을 보유하고 있으며, 철저히 현지화된 은행으로서 현지 자금조달 기반을 바탕으로 차별화된 영업방식과 우수한 인적자원을 기반으로 캄보디아 은행권에서도 가장 경쟁력 있는 은행 중 하나로 평가받고 있다. PPC Bank의 지난해 말 기준 순이익은 200억원이며, 캄보디아에 진출한 다른 경쟁사에 비하면 월등히 높은 수치다. 지난해 3분기 누적 기준으로 지방금융사 해외법인 중에 100억원 넘는 순이익을 기록한 곳은 PPC Bank가 유일하다.

Weakness

PPCB실적은 건전성 지표 약화와 충당금 증가가 동시에 나타나며 하락하고 있다. 올해 1분기 순이익은 36억원으로 지난해 같은 보다 약 23.4% 줄어들었다. NIM도 전년 동기 대비 0.3%p 감소했다. 수익 저변을 확대하지 못한 와중에 건전성 지표도 일제히 약화하는 흐름이다. 올해 3월 말 연체율은 0.78%로 2020년 같은 기간 대비 0.23%p 증가한 수치다. NPL비율도 올해 3월 말 0.6%까지 올랐다. 건전성지표 약화와 대규모 충당금 적립까지 이어지면서 대출채권 부실 자산이 실제 손실로 이어질 가능성도 있다.

Opportunity

JB금융은 지주 차원에서 추가적인 해외 진출 기회를 노리겠다는 방침으로, 지주사 내 신사업 추진팀이 해당 업무를 전담한다. 임용택 전 전북은행장이 지주사 부회장으로 옮겨 글로벌 사업 발굴에 힘을 실을 예정이고, 이는 정부가 추진하고 있는 신남방정책 추진과 맞물려 정부와 기업 간의 시너지 효과를 기대해볼 수 있다.

Threat

현재까지 캄보디아 시장은 한국 금융회사를 대상으로는 기업금융을 중심으로 영업하고 있다. 최근 프놈펜 지역에서 기업금융 경쟁이 매우 치열해 NIM이 계속 하락하는 상태이다. 대구은행도 2018년 현지 대출전문은행 캠캐피탈 은행을 인수하면서 첫 해외법인을 보유하게 되면서 타 금융지주들이 동남아시장에 공격적으로 진출하고 있다.

코로나19의 영향으로 경기 침체, 관광·건설 등 주요 산업이 부진하며 캄보디아 경제는 불안한 상황이 지속되고 있다. 세계은행과 아시아개발은행은 2020년 캄보디아 경제성장률을 각각 -2.0%, -4.0% 예측하기도 했다.

올해 초 정권을 장악한 미얀마 군부는 시위대를 폭력 진압하는 등 유혈사태를 야기하며 반(反) 군부 시위도 사태가 심각해지고 있다.

4. Risk & Issue

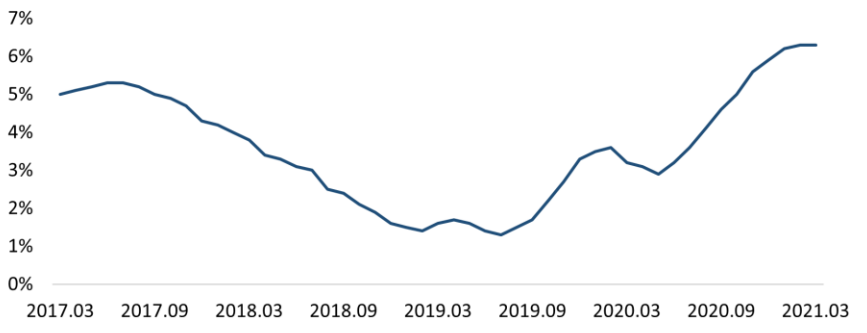
1. 거시경제

은행업은 가계나 기업의 여유자금을 자금조달이 필요한 기업이나 가계에 조달하는 경제의 혈액과 같은 역할을 한다. 따라서 경기 호조는 금융시장을 활발하게 하지만 전반적인 경기 침체는 은행의 영업 실적을 그만큼 제약할 수밖에 없다. 따라서 각종 경기지표를 통해 향후 은행업 실적의 방향성을 예측해 보았다.

1.1 각종 경기지표 분석을 통한 은행업 전망

1.1.1 경기선행지수

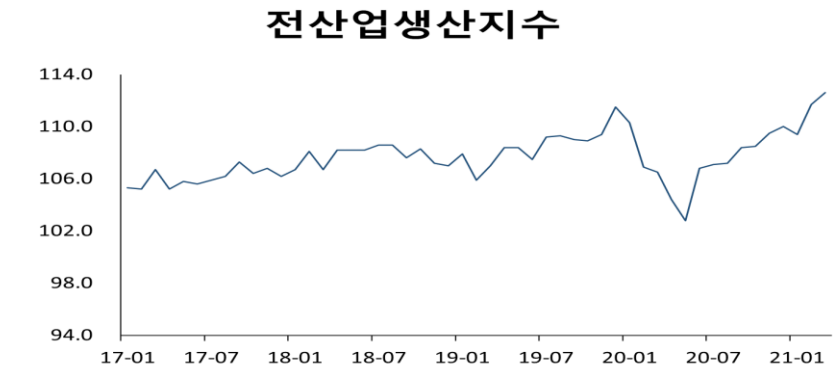
경기선행지수는 3~6개월 후의 경기흐름을 가늠하는 지표로 전년 동월 대비 증감률은 경기의 방향성을 나타낸다. 경기선행지수는 생산, 소비, 투자, 고용, 그리고 장단기금리차와 같은 금융 부문의 7개 구성지표의 움직임을 종합해 작성하므로 단기간의 미래 경기 방향성을 예측하는데 적절하다고 볼 수 있다. 위의 그래프는 5년간 경기선행지수의 전년대비 증감률을 나타내는 그래프로 2021년 상반기는 최근 5년 동안의 어느 때보다 높은 값을 나타내고 있다. 따라서 앞으로 2021년은 경기가 좋을 것으로 예측할 수 있다.



자료: Fn Guide

1.1.2 전산업생산지수

경기선행지수는 단기적인 경제동향을 나타낸 지표이며, 한국 전체 산업의 생산활동 동향을 알기에는 어려움이 있다. 전산업생산지수(IAIP)는 한국 경제 전체의 모든 산업을 대상으로 산업별 비중을 가중 평균하여 생산 동향을 월별로 집계하여 단일 지수로 나타낸 것이다. 최근 5년간 전산업생산지수를 보면 2020년 초까지 꾸준한 성장을 보이고 있다. 2020년 코로나19의 여파로 생산지수가 급감하였지만 2021년도 1분기까지 빠르게 회복 중인 것을 통해 경기 회복을 알 수 있다.



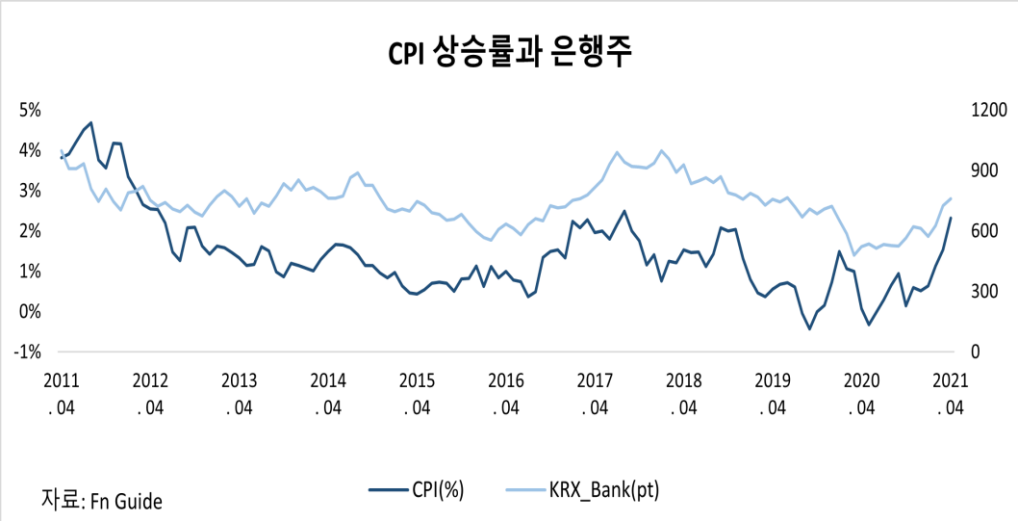
자료: Fn Guide

4. Risk & Issue

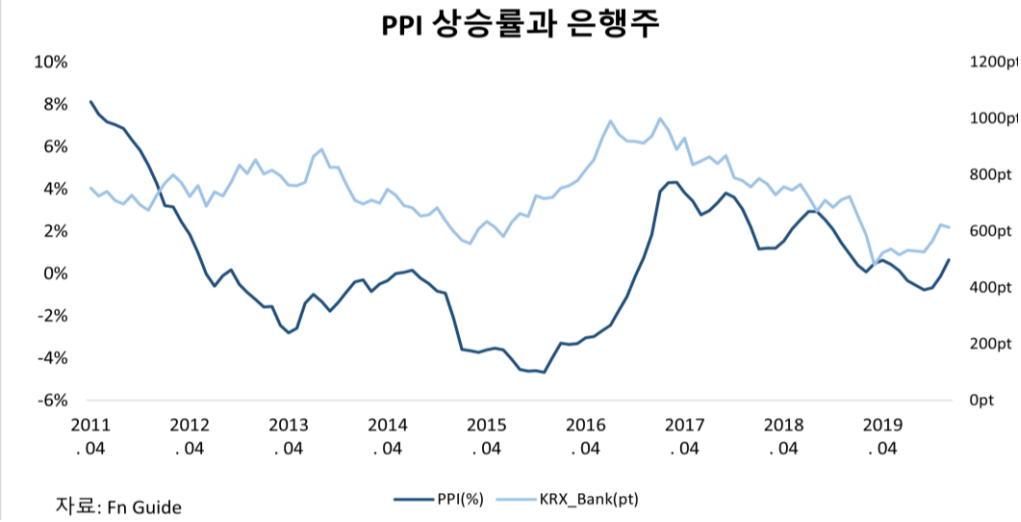
1.1.3 인플레이션과 은행주가의 관계

코로나19로 인한 대봉쇄(Great Lockdown)를 극복하기 위해 각국은 저금리, 양적완화를 통한 경기부양을 모색하였고 그 결과 경제가 회복세를 보이고 있다. 시중에 풀린 막대한 자금은 앞으로 일정 기간 동안 인플레이션을 동반할 것으로 보인다. 향후 인플레이션이 지속될 경우 은행주들의 주가는 어떻게 변화할 것인지 알아보고자 한다.

지난 10년 간 한국 소비자물가지수(CPI) 와 생산자물가지수(PPI)를 한국거래소에 상장되어 있는 은행주가 Index와 비교해 보았다.



자료: Fn Guide



자료: Fn Guide

과거 2000년대 초반 가파른 물가상승이 은행주에 부정적으로 작용했던 경험이 있는 것은 사실이다. 반면 금융위기 이후로는 생산자물가와 소비자물가 모두 은행주 주가와 대체로 정의 관계를 보이고 있는 것을 알 수 있다. 이는 저성장과 디플레이션 우려가 지속되어온 환경에서 기대인플레이션의 상승은 곧 명목금리의 상승을 말하며 금리가 상승하면 은행의 NIM이 개선되어 결과적으로 은행의 수익성 회복이라는 긍정적인 측면이 더 크게 작용하는 것으로 그 원인을 유추할 수 있다.

4. Risk & Issue

1.2 미국금리 전망

1.2.1 미국 금리가 국내 금융시장에 미치는 영향

미국과 같이 경제규모가 크고 세계 경제에 지대한 영향을 미치며, 선진국으로 구분되는 국가는 부도위험(default risk) 등이 현저히 낮기 때문에 채권금리가 낮은 것이 일반적이다. 특히 미국과 같이 전 세계 영향력이 가장 큰 나라의 채권을 무위험채권(risk free bond)이라고 부른다. 반면 신흥국으로 분류되는 나라들은 선진국에 비해 경제규모가 작고, 1인당 GDP 및 정치적 리스크, 지정학적 리스크가 높은 것이 보통이다. 따라서 무위험채권 금리에 리스크 프리미엄 및 국가부도 위험 프리미엄 등이 추가된다. 따라서 합리적 가정에 의하면 선진국의 국채금리가 신흥국의 국채금리에 비해서 낮게 형성되어 있을 것으로 기대한다. 합리적 투자자라면 신흥국 국채금리가 선진국 국채금리에 비해 낮게 형성되어 있을 경우, 신흥국의 국채를 매도하여 선진국의 국채를 매수하는 포트폴리오 조정을 할 것 이다. 투자의 상충관계(trade-off)에 의하면 리스크가 높은 만큼 수익률도 높아야 한다. 하지만, 선진국 국채금리가 더 높게 나타나 리스크는 낮음에도 불구하고 수익률은 높은 상황이 발생하므로 투자자는 당연히 포트폴리오를 조정할 것으로 기대할 수 있다.

다음으로 환율을 통한 2차 충격이 금융시장에 영향을 줄 수 있다. 선진국과 신흥국 간 기준금리의 역전 현상이 발생하면 외국인 투자자들은 신흥국의 채권을 매도하고 선진국의 채권을 매수하려 할 것으로 예상할 수 있다. 이 과정에서 해당국의 환율 상승(해당국 통화가치 하락)으로 인한 외국인 투자자의 환차손이 발생할 수 있음을 짐작할 수 있다. 2차 환율 충격은 주식시장에도 영향을 미칠 수 있다. 환율 상승은 국내 주식에 투자한 외국인 투자자들 환율에 영향을 받게 되며 외국인 주식 투자자들에게도 환차손을 발생시켜 주식시장에서 외국인 투자자를 유출시킬 수 있다.

1.2.2 미국 금리 인상 이유

양적완화로 시장에 풀린 천문학적인 유동성이 경제가 정상화됨에 따라 급격한 인플레이션을 유발할 수 있다. 인플레이션은 물가가 지속적으로 오르는 현상을 의미하는 것으로, 보통 3% 내외에서 등락을 거듭하는 경우 경제에 큰 부담이 없다고 판단한다. 이는 경제 규모가 지속적으로 확대되는 과정에서 나타나는 자연스러운 현상이라고 보는 것이다. 그 이상 인플레이션이 확대되면 사회적 비용이 발생할 수 있으므로 경제 담당자들은 이를 경계한다.

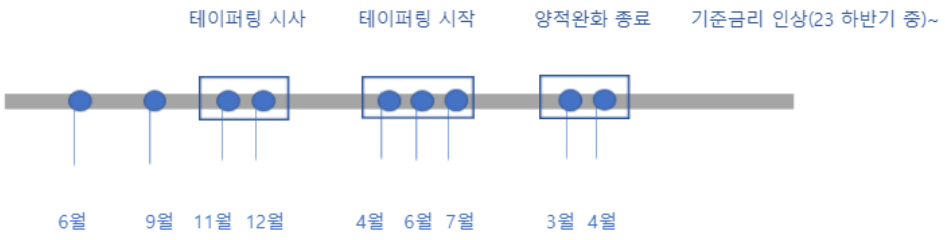
시장에 풀린 대규모 유동성이 경제가 정상화됨에 따라 자산시장으로 흘러 들어가 버블 경제를 형성할 수 있다. 미국의 2008년 금융위기 또한 주택시장의 버블로 형성된 만큼 또 다시 버블이 형성되는 것에 대한 우려가 크기 때문에 이를 방지하기 위한 선제적 조치를 취하려는 것이다.

4. Risk & Issue

1.2.3 미국 기준금리 전망

미국의 4월 고용지표는 연준의 긴축 의심을 한발짝 물러나게 했다. 3월 FOMC에서부터 정책 변경의 조건으로 "기대의 진전이 아닌 실제 진전을 확인" 하겠다던 것에 대한 브레이크 역할을 했기 때문이다. 이번 고용 지표 결과를 통해 확인한 것은 고용시장, 인플레이션 전망, 통화정책 변화의 속도 조절 가능성이지 방향이 변한 것은 아니다.

현재 Fed가 제시한 테이퍼링의 조건은 완전고용과 물가목표를 향한 상당한 추가적인 개선이다. 이미 4월 핵심인플레이션이 2%를 상회하는 상황에서, 결국 테이퍼링 예고 시점은 고용의 상당한 추가 개선 여부로 결정될 것이다. 미국의 노동시장 회복을 지연시키는 주된 요인인 9월까지 제공되는 추가적인 실업급여 지원금과 등교지연에 따른 보육부담이 약화되는 오는 7월 이후, 미국의 고용 개선이 점차 가시화될 것으로 예상한다. 본격적인 고용 개선은 수요에 비해 상대적으로 회복이 지연된 공급능력을 빠르게 정상화시켜, 공급제약에 따른 일시적 물가급등을 완화시킬 전망이다. 6월 FOMC보다는 고용 개선세가 뚜렷해지는 연말이나 내년 초 테이퍼링을 시사할 것으로 예상되며 연말로 갈수록 테이퍼링 우려는 심화될 수밖에 없을 것이다.



1.3 한국 금리 전망

1.3.1 한국 기준금리 전망

미국이 빠르게 경기 회복세를 보이고 있으며 테이퍼링 가능성을 언급하고 있지만 한국의 경제 회복은 아직 더디게 진행되고 있어 한국은행은 정책 결정 딜레마에 빠질 수 있다. 연준의 긴축과 금리인상 시점이 당초 계획되었던 2023년보다 앞당겨질 경우 한국은행도 예정보다 빨리 금리인상에 나설 수밖에 없다. 통화정책 수단이 상대적으로 부족한 만큼 미국 테이퍼링 시기에 맞춰 금리인상이 앞당겨질 수 있다는 전망도 나온다. 그러나 올해까지는 한국은행이 금리를 인상할 가능성은 적어 보인다. 각종 경제 지표들이 예상보다 빠른 개선을 보이며 경기 개선 및 경제 정상화에 대한 기대가 높아진 상황이지만 코로나19 이후 변동성이 큰 상황에서 완화적인 정책을 유지해야 하기 때문이다.

우리나라의 금리인상 시기는 연준의 테이퍼링 시기와 맞물리거나 그 직후가 될 것으로 전망한다. 미국에 비해 가계부채 부담이 있고, 원자재 가격 등이 경기에 미치는 영향이 커 금리인상 논의가 빠르게 진행될 것이란 예상이다. 올해는 미국은 물론 한국 또한 코로나19를 막 벗어날 가능성이 큰 시점이라 금리인상을 시도하기엔 적절치 않고 빨라야 올해 하반기부터 테이퍼링 논의를 진행하고 기준 금리도 내년 하반기에 인상할 것으로 본다. 9월에 정부 목표대로 70% 접종이 되는지, 집단 면역이 형성되는지, 고비를 넘길 수 있는지 등의 여부가 확인이 돼야 내년 상반기 정도에 금리인상 논의를 시작할 수 있다. 물론 백신 접종 속도가 미국에 비해 느리고, 경기 회복속도가 미국에 비해 빠르지 않은 점 등을 고려해 금리인상 시점이 늦어질 여지도 있다. 연준의 테이퍼링 시기나 금리인상 시기보다도 오히려 더 늦어져 2023년이나 2024년으로 미루어질 가능성도 있다.

4. Risk & Issue

1.3.2 한국 기준금리 인상에 대한 은행주 흐름

글로벌 금리 방향성에 따라서 은행주 주가 흐름이 좌우되는 현상이 계속 나타나고 있는데 시중금리에 주가가 연동되는 이러한 현상은 당분간 계속될 전망이다. 그러나 단기 금리 흐름에 연연하기 보다는 중장기 관점에서 바라보는 것이 바람직하다. 인플레이션 우려가 확산되는 등 시기의 문제일 뿐이고 금리 인상은 기정사실화되고 있기 때문이다. 은행 4월 평균 대출성장률이 1%를 크게 상회하고 있고, 월중 NIM 추세 감안시 2분기에도 3~4bp 정도 NIM 추가 상승이 예상된다는 점에서 개선될 여지가 충분하다. 단기적으로는 2분기 실적이 발표되는 7~8월까지는 은행주 비중확대 전략에 전혀 부담이 없는 상태라고 볼 수 있다. 향후 1~2년 중장기 관점에서도 경기모멘텀과 금리모멘텀을 감안했을 때 결국 은행주 Re-rating이 지속될 수밖에 없다고 판단한다. 특히 지방은행들은 COFIX와 CD금리 연동대출의 비중이 낮은 반면, 금융채 연동대출의 비중이 높다. 2020년 하반기부터 시장금리는 상승했음에도 불구하고 COFIX 금리는 크게 오르지 않고 있다. 이번 금리 상승구간에는 COFIX보다 금융채 연동대출 비중이 높은 지방은행들의 NIM이 더 빠르게 확대될 것으로 보인다.

그러나 은행주에 대한 신중한 판단 역시 필요하다. 첫째, 이자수익 자산과 이자수익 부채 간 듀레이션 갭이 어느 정도 존재해 시장금리 상승 시 마진 개선이 일시적으로 발생할 수 있다. 다만 최근 은행들이 듀레이션 갭을 최소화해 실질적 영향은 제한적이다. 둘째, 한국은행의 기준금리 인상이 은행간 경쟁환경이 마진을 높이기 적절한 시점, 즉 대출의 수요가 공급보다 많은 공급자 중심의 시장 환경에서 이루어진다. 더군다나 한국 중앙은행은 어떤 나라보다 금리 인상에 소극적으로 여건이 충족되고 나서 상당기간 후에 인상한 바 있다. 다시 말해서 단기 기준금리를 인상한다고 수익성이 개선되는 것이 아니라 대출금리를 올릴 수 있는 여건, 즉 은행 간 경쟁 환경과 대출자의 금리 감내 여력 등이 더 중요하다. 만일 기준금리를 올리더라도 은행간 경쟁이 심해지면 가산금리 하락으로 수익성은 오히려 하락할 수 있고, 대출자의 금리 감내 여력이 좋지 않더라도 금리 상승 시 연체율이 급증할 수 있다. 이미 가산금리 인상으로 인한 순이자마진 개선과 함께 사업 모델의 완벽한 구축으로 인한 비은행 수익성 개선으로 자본의 훼손이 없는 수익성 개선이 지속되고 있기 때문이다. 결론적으로 은행 수익성은 기준금리보다 은행 경쟁 환경, 대출자의 상환 여력 등이 더 중요한 변수이다. 따라서 현 시점에서 한국은행의 기준금리 인상 가능성도 높지 않으며 인상하더라도 은행업종 수익성에 긍정적인 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 따라서 막연한 기준금리 인상 기대보다는 충분한 배당 재원 축적과 정부의 배당 규제 축소에 따른 배당 수익률 제고에 주목해야 한다.

4. Risk & Issue

2. 지역경제

2.1 새만금

출처: 새만금 개발공사

새만금은 전북 군산시, 김제시, 부안군 일원을 대상으로 하며 예상 총 사업비 22.2조원의 대한민국 최대 규모의 간척사업이다. 새만금 사업은 전북형 뉴딜 프로젝트의 일환으로 스마트 친환경 수변도시 조성, 산업 및 관광단지 조성사업을 계획하고 있다. 새만금 사업의 성공적 추진을 위해 잠재투자기업 발굴과 수요자 중심 맞춤형 마케팅 전략을 수립하여 새만금의 사업 경쟁력 및 투자환경 강화를 진행 중이다. 군산과 부안 간 방조제를 건설하고, 내부용지, 호소와 고군산군도 등을 개발하여 글로벌 경제 거점 및 국제 관광허브 육성을 목표로 한다.

2.1.1 새만금 기대효과

새만금 사업은 민·공 합자로 추진되는 국가균형발전계획의 일환으로 대규모 국책간척사업으로 전라북도의 대규모 일자리 창출 및 지역경제 활성화를 꾀할 수 있다. 총 22.2조원의 사업비, 서울의 3분의2에 달하는 개발면적, 예상 생산가치 약 25조원, 예상 부가가치 약 7조원의 명실상부 대한민국 최대 규모의 재생에너지 클러스터이다.

1) 신재생에너지

새만금은 새만금의 모든 에너지를 신재생에너지로 생산한 전기로 사용하는 RE100 달성을 계획하고 있어 그린에너지사업의 선봉장 역할을 하고 있다. 더욱이 정부주도의 무민원, 무규제 용지 개발지역으로 새만금 사업에 대한 불확실성을 제거하여 공공 및 민간 개발 투자 및 참여 활성화가 기대된다.

민간기업의 참여와 투자를 유도하기 위해서 지방투자촉진보조금이나 세제 혜택 등 다양한 인센티브가 제공되고 있으며, 그 중에서도 새만금 지역의 대규모 재생에너지 발전사업권은 장기간 수익 실현이 가능해 활용 여부에 따라 실질적인 투자를 끌어내는 효과적인 유인책이 될 수 있다새만금 지역에 설치되는 재생에너지 중 수상 태양광만해도 2,100MW에 달한다는 점을 고려하면 새만금 재생에너지 발전사업권이 갖는 투자유치 잠재력은 매우 크다. RE100은 기업이 사용하는 전력 100%를 재생에너지로 충당하겠다는 캠페인으로, 2014년 영국 런던의 다국적 비영리기구 '더 클라이밋 클럽'에서 발족된 것이다.

2) 지역일자리 활성화

새만금 사업은 전북지역 경제활성화와 대규모 일자리 창출에 기여한다. US Energy and Jobs Report에 따르면 270MW 태양광발전사업 추진 시 직·간접 고용 인원은 6912명으로 예상된다. 2100MW 규모의 수상태양광 사업에 직·간접적으로 고용되는 인원은 약 53,760명이며, 이외에 새만금 사업에 총 투입되는 건설인력 195,000명 분의 일자리 창출이 예상된다.

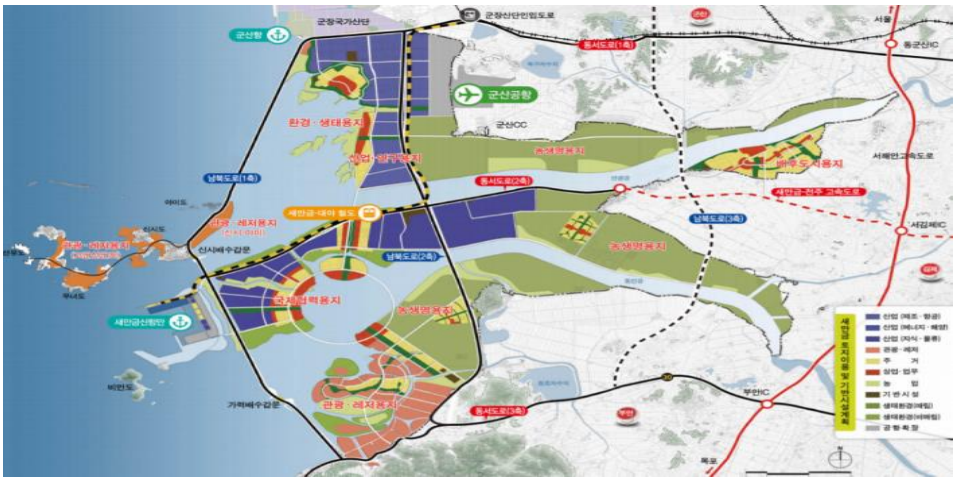
2019년 기준 투자협약 컨소시엄사는 새만금개발공사, 한국남동발전, 현대엔지니어링, 다스코, 전주문화방송, 디엔아이코퍼레이션, LS산전, 한백종합건설, 여민건설, 익산전업사, 경원통신건설로 대규모 기업을 비롯한 지역기반 중소기업 등 또한 포함되어 있다. 2019년에는 총 12곳의 기업이 새만금 입주계약을 맺었다. 지난해 코로나에도 새만금 입주를 신청한 기업이 10곳이나 된다. 2018년 이전까지 5개에 그쳤던 입주기업이 2021년 현재 기준 31개가 되었고 대기업을 비롯한 지역기반 중소기업 등의 투자가 활발히 진행 중이다.

4. Risk & Issue

3) 관광레저, 신사업 복합단지

새만금의 또 다른 투자 포인트는 관광과 레저를 결합한 관광·신산업 복합단지 클러스터이다. 중앙부 2권역은 그린수소의 생산과 저장, 활용에 대한 민간기업을 유치할 예정이다. 이 권역의 핵심은 신항만이다. 2040년 준공이 목표인 새만금 신항만과 그린수소 클러스터를 연계한 경제특구로 지정하려 한다. 새만금 비즈니스센터, 데이터센터, 스마트팜, 모빌리티, AI, 드론 등 4차 산업혁명 관련 신규사업을 적극 유치하여 아시아의 새로운 경제특구로 떠오를 것이다. 또한 국제학교, 면세점, 테마파크, 골프장 등 부대사업 개발이 예정되어 있어 신성장 경제동력이 될 것이다.

새만금에는 관광자원으로 활용하기 좋은 고군산군도가 있다. 선유도와 무녀도 등 인기가 높은 관광자원을 활용한 레저용지도 개발할 예정이다. 또한 남측 3권역은 승마와 요트, 수상스포츠 등 다양한 체험형 관광시설을 배치하고 새만금에서 추진하는 재생에너지와 수소에너지 등을 체험하고 경험할 수 있는 테마파크도 계획 중이다. 이렇듯 관광 레저의 총본산이 될 새만금은 국내 최대 관광지를 넘어 제2의 두바이로 탈바꿈할 새만금은 관광객 유치를 통해 전북지역 경제 활성화에 이바지할 것이다.



4. Risk & Issue

2.2 지역인프라 개발

2.2.1 흑산도 공항

흑산도 공항은 대한민국 전라남도 신안군 흑산면 예리에 울릉공항과 비슷한 규모인 활주로 길이 1,200m, 폭 30m를 건설하여 50인승 항공기의 운항을 목표로 추진하는 소규모 공항이다. 흑산도는 울릉도와 비슷한 수준의 방문객을 기록하고 있으며 바다를 매립해야 하는 울릉공항에 비해 공사도 쉬워서 예상 총 공사비가 약1,400억 원 규모로 울릉공항의 1/3 수준으로 예상된다. 또한 다도해 해상국립공원에 있는 여러 섬들로의 접근성도 획기적으로 개선되어 신안군 관광 활성화에 기여할 것이다. 흑산도 공항의 장래 유출입 통행량을 예측한 결과 2027년 약 113만 통행, 2042년 약 135만 통행이 발생할 것으로 추정되었다.

출처: 신안군

경제성 분석 결과는 다음과 같다. B/C는 4.38, NPV(순현재가치)는 3770억 원, IRR(내부수익률)는 23.55%로 나타나는 경제적 타당성을 확보하는 것으로 분석되었다. 본 사업의 시행으로 인한 생산, 고용, 그리고 부가가치 유발효과에 대하여 지역경제 파급효과를 살펴보면 다음과 같다. 지역경제 파급효과는 사업기간 내에 발생하는 투자지출로 인해 발생하는 생산, 부가가치, 고용 등의 측면에서 지역경제 활성화 효과라고 할 수 있다. 전남 생산 유발효과 1535.25억원, 부가가치 유발효과 645.03억원, 고용 유발효과는 1,188명, 취업 유발효과는 1,582명으로 분석되었다. 또한 전라남도 지역경제 파급효과의 지역별 비중은 69% 이상을 차지하고 있는 것으로 나타났다.

2.2.2 광주·전남공동혁신도시 '빛가람 '

'빛가람'은 전남 나주시 금천면·산포면 일원에 위치하고 있으며, 면적 약 7,361천 m2 규모의 혁신도시이다. 인구 5만명, 2만 가구의 자족형 독립 신도시로 한국전력공사 등 16개 공공기관을 이 곳으로 이전시킨다. 2013년 3월 공공기관 이전을 시작하여 2014년 혁신도시 사업이 준공되었다. 부지조성공사, 상하수도시설공사 모두 완료되었으며 진입도로공사 또한 모두 완료되어 4개의 진입도로가 전부 개통되었다.

1) 한국국토정보공사

한국국토정보공사(LX)는 공간정보체계의 구축 지원, 공간정보와 지적제도에 관한 연구, 기술 개발 및 지적측량 등을 수행하기 위하여 설립된 대한민국 국토교통부 산하 공공기관이다. 전라북도 전주시 덕진구 기지로 120에 위치해 있다.

2) 한국전력공사

한국전력공사(KEPCO)는 대한민국의 전력공급을 위해 설립된 대한민국 산업통상자원부 산하 시장형 공기업이다. 본사는 전라남도 나주시 전력로 55(빛가람동)에 위치해있다.

3) 한전공대

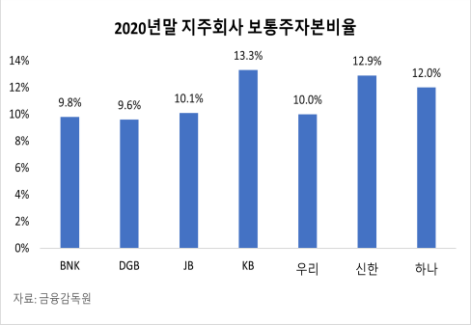
세계 유일의 에너지특화 연구 중심 대학 '한국전력공과대학교'가 전남 나주시 빛가람동 908번지 (빛가람 혁신도시)에 설립될 예정이다. 인적 구성은 학생 1,000명, 외국인 300명, 교원 100명, 직원 100명으로 예정되어 있고 캠퍼스는 한전공대 Zone, 클러스터 Zone, 대형연구시설 Zone으로 구성될 예정이다. 총 40만 제곱미터 규모의 클러스터를 구성 및 운영할 예정이다.

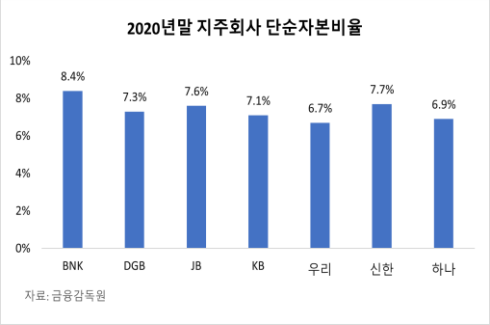
혁신도시는 2014년 완공되었으나 차후 이루어질 다양한 개발 등과 인구 유입 및 경제 효과로 전반적인 지역경제 활성화가 예상된다. 해당 지역을 기반으로 하고 있는 광주은행과 전북은행, 나아가 JB금융지주에 호재로 예상된다.

5. 투자포인트

1. 자본비율 상승이 배당 상승으로 이어질 것

보통주자본은 보통주, 자본잉여금, 이익잉여금, 기타포괄손익누계액 등으로 구성되는데 이 보통주자본을 위험가중자산으로 나눈 값이 보통주자본비율이다. 보통주자본비율은 금융회사의 자본적정성을 가늠하는 주요 지표 중 하나로, 높을수록 긍정적으로 평가하며, 배당 등 주주환원 정책에 영향을 가장 크게 미친다. 2020년말 현재 지방은행지주회사들의 보통주자본비율은 BNK 9.8%, DGB 9.6%, JB 10.1%로 KB, 신한, 하나 등 대형 은행지주회사들에 비해 낮은 편이다. 그런데 은행지주회사들의 단순자본비율(연결자본/연결자산)은 대형사들에 비해 낮지 않다. 이는 지방은행들의 레버리지 자체가 시중은행들에 비해 높은 것이 아니라는 것을 의미한다.



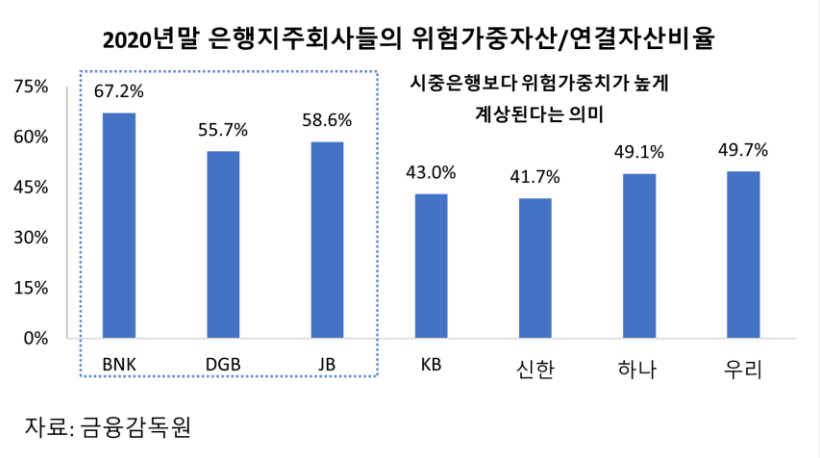


지방은행지주들은 자기자본이 부족해서가 아니라 재무제표상 연결자산에 비해 위험가중자산의 비율이 높아 보통주자본비율이 낮다. 지방은행지주들의 연결자산 대비 위험가중자산의 비율은 대형은행지주들에 비해 훨씬 높은 55~67% 수준이다. 보유자산에 대해 평균적으로 위험가중치가 높게 적용되고 있기 때문에, 특별히 시중은행들에 비해 레버리지가 높지 않은데도 불구하고 지방은행지주들의 보통주자본비율이 낮게 나오게 된다.

지방은행지주들이 연결자산에 비해 위험가중자산의 비율이 높은 이유는 두가지이다. 먼저, 자산 포트폴리오 상 중소기업대출 비중이 높기 때문이다. 중소기업대출은 주택담보 개인대출에 비해 위험가중치가 높게 적용되기 때문에, 중소기업대출 비율이 높은 것은 자기자본비율을 낮추는 효과를 준다. 특히 코로나19로 인한 경제위기를 막기 위해 소상공인, 중소기업 등에 대한 지원에 나서면서 은행의 자산 위험도가 더욱 높아졌다. 지방은행 고유의 자산 포트폴리오상 중소기업대출 비중이 높은 점은 빠른 시간 내에 해소하기 어려운 것이 사실이다.

5. 투자포인트

1. 자본비율 상승이 배당 상승으로 이어질 것



자료: 금융감독원

국내 대형 지주사들은 모두 내부등급법을 적용하고 있지만, 지방은행지주들은 아직 표준등급법을 적용 중이기 때문에 위험가중자산의 비율이 높아진다. 내부등급법은 BIS비율 지표의 분모가 되는 위험가중자산(RWA)를 산출하는 기준 가운데 하나다. 위험가중자산은 자산에 위험가중치를 적용해 구하는데, 내부등급법은 신용 위험을 정하는 방식이다. 금융사가 자체적으로 평가한 신용등급을 기준으로 부도율(PD), 부도시손실률(LGD), 부도시익스포져(EAD) 등을 적용해 신용 위험 정도를 측정한다. 반면 표준등급법은 금감원이 지정한 적격 신용평가 기관에서 평가받은 신용등급만 사용할 수 있다. 표준등급법에서 내부등급법으로 전환하면 위험가중자산이 감소해 BIS자기자본비율 지표가 개선되는 효과가 있다. 대부분의 금융지주와 은행은 신용리스크 산정 시 내부등급법을 적용하고 있다.

내부등급법을 도입하려면 새로운 모형 개발을 비롯해 상당한 투자와 준비가 필요하기 때문에 지방금융지주들도 오랜기간 내부등급법 도입을 추진해왔다. 현재 JB금융지주도 내부등급법 적용 여부를 감독 당국에 신청해 놓은 상태이고, 2021 년 중에 허가 받을 가능성이 있다. JB금융지주는 올 6월 내부등급법 승인을 신청해 늦어도 12월 안에는 승인받는 것을 목표로 작업을 진행하고 있다. 광주은행은 그룹 내부등급법 신모델에 발맞춰 변경승인을 일부 받았다. 기업모형의 경우 작년 4월 이미 승인을 받았으며 소매모형의 경우 지주가 승인 신청에 들어갈 때 같이 신청하기로 했다. 전북은행 역시 지주의 승인 신청과 동일 스케줄을 계획하고 있다.

향후 내부등급법 승인을 받는다면 JB금융지주들의 보통주자본비율(CET1)이 2%포인트 안팎으로 상승하면서 시중은행과 거의 대등한 수준인 10%대로 올라설 전망이다. CET1은 납입자본과 이익잉여금으로 구성된 핵심자본으로 CET1에 자본으로 인정되는 신종자본증권, 후순위채 등을 더해 BIS자기자본비율이 산출된다. 실제로 DGB지주의 경우 이번 승인으로 CET1비율이 11.6% 정도까지 올랐고, JB금융지주도 100bp 상승하여 지난해 말을 기준으로 한다면, 보통주자본(CET1)비율이 11.1%가량까지 오를 것으로 예상된다.

내부등급법 도입으로 JB금융지주들의 자본비율이 상승하면 출자 여력이 커지는 만큼 여신 확대 재원으로 활용하거나 인수합병(M&A) 등 사업 다각화도 노릴 수 있다. 당장 이에 나서지 않더라도 재무 건전성을 높일 수 있다. 특히 지방은행들은 지난해 코로나19 확산에 따라 취약업종에 대한 노출액이 커졌다는 평가를 받고 있어 이러한 부담을 덜어낼 수 있다. 지방은행들은 지역 경기의 영향을 많이 받는 데다 제조업이 차지하는 비중이 크기 때문이다.

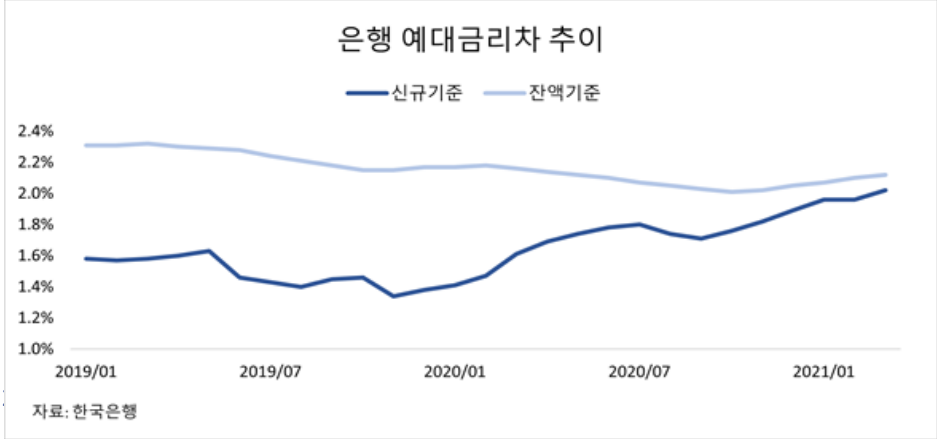
5. 투자포인트

2. NIM 확대로 인한 이자이익 증가 예상

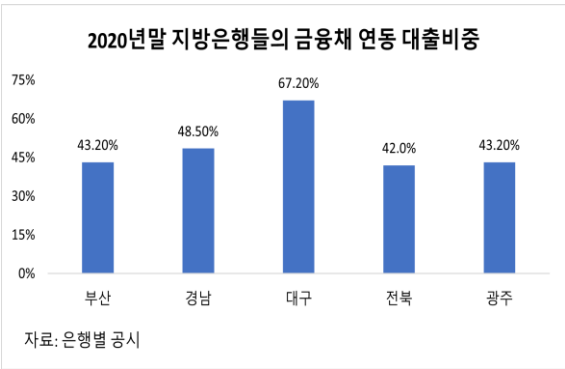
2.1 은행 업종 전반적으로 금리 상승에 의한 NIM 회복 효과 기대

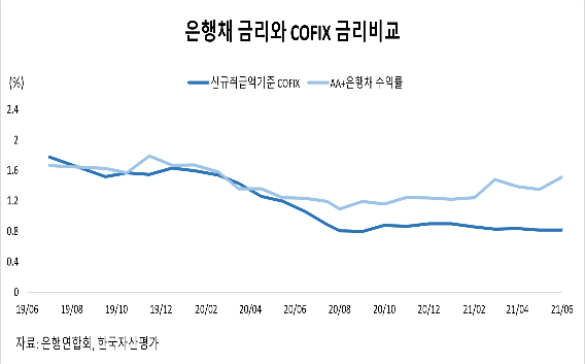
전반적인 시장금리 반등으로 인해 은행 예대금리차가 확대되고 있다. 2월 은행 대출금리는 2.74%로 전월대비 2bps 상승하고, 예금은 0.86%로 전월대비 -2bps 하락했다. 그 결과 신규 기준 예대금리차는 1.89%로 전월대비 4bps 확대되었다. 신규보다 더 중요한 잔액 기준 예대금리차는 2.10%로 전월대비 3bps 확대되었다. 잔액기준 예대금리차는 지난 10월 (2.01%)을 저점으로 상승세를 지속 중이다.

은행 예대금리차의 확대는 2020년 8월부터 시장금리가 상승하면서 후행적으로 나타나고 있는 결과다. 사실 지난 4Q에 주식시장에서는 은행들의 순이자마진 (NIM)이 회복되기를 기대했으나, 실제로는 2bps 하락하면서 투자자들에게 실망감을 준 바 있다. 그러나 1~2월의 예대금리차 회복, 2~3월의 시장금리 추가 상승을 감안할 때, 은행들의 1Q 순이자마진 확대는 은행주에 긍정적으로 작용할 전망이다.



금리 상승에 의한 NIM 회복 효과는 지방은행 뿐 아니라 은행업종 전체적으로 기대되는 현상이다. 그래도 (대형) 시중은행들보다 지방은행들이 유리한 점은 COFIX와 CD금리 연동대출의 비중이 낮은 반면, 금융채 연동대출의 비중이 높다는 점이다. 지방은행 대출 중에서 금융채 연동형의 비중은 40~60%대로 시중은행들에 비해 훨씬 높다. 2020년 하반기부터 은행채 금리는 소폭 상승했음에도 불구하고 COFIX 금리는 크게 오르지 않고 2021년 들어 오히려 소폭 하락했다. 이번 금리 상승구간에는 COFIX보다 금융채 연동대출 비중이 높은 지방은행들의 NIM이 더 빠르게 확대될 것으로 보인다. 이에 따라 지방은행의 수익성이 시중은행보다 더욱 크게 개선될 것으로 예상된다.





6. Valuation

Valuation 방법의 선택

통상적으로 은행업 가치평가 시에는 현금흐름할인법(DCF)를 사용하지 않는 것이 일반적이다. 자금 자체가 사업의 원료이자 투자재이며 상품의 역할을 하는 은행업에서 Free cash라는 개념을 적용하기에 어렵기 때문이다. 대표적인 규제 산업 특성상 BIS 비율 규제 등 자본금을 비롯한 다양한 요소에 강제적인 기준을 적용하기 때문이다. 따라서 이번 Valuation에서는 장부 가액 즉 Book Value를 통해 적정 주가를 찾는 P/B(Price to Book) 방식을 활용했다.

주가 배수(price multiples)의 하나인 주가순자산비율 (price to book ratio, P/B)은 주식 가치가 주당순자산의 몇 배가 되는지를 나타낸다. 따라서, 내재적 P/B를 추정할 수 있다면 이 추정치를 주당순자산에 곱함으로써 가치평가를 완료할 수 있다. 이번 Valuation 에서는 평가대상기업인 JB금융지주와 여러 경제적 특성이 유사하다고 판단되는 기업, 이른바 '유사기업'(comparable firms)의 실제 주가배수를 이용하여 추정하는 방법과 가치평가모형을 통해 유도한 내재적 주가배수의 결정요인 과 주가 배수의 크기를 추정하는 두 가지 방법 모두를 사용하여 보다 다방면으로 기업가치를 평가하고자 했다.

6.1. 상대가치 평가법 - Relative P/B

6.1.1 PEER GROUP 선정

상대가치평가							
	JB금융지주	DGB금융지주	BNK금융지주	KB금융	우리금융지주	신한지주	하나금융지주
시가총액(원)	1,430,095,810,440	1,522,312,497,000	2,464,070,459,760	23,326,824,312,000	8,414,418,506,950	21,051,431,825,500	13,766,098,542,700
시가 (21.06.24)	7,260	9,000	7,560	56,100	11,650	40,750	45,850
EPS (1Q21)	2027	2173	1762	9610	2016	7126	9379
BPS (1Q21)	19584	30054	27115	110797	32554	83337	106792
PER	3.58	4.14	4.29	5.84	5.78	5.72	4.89
PBR	0.37	0.3	0.28	0.51	0.36	0.49	0.43

상대가치평가법을 이용하기 위해서는 우선 동종 산업군에 속하는 PEER GROUP을 선정해야 한다. 따라서 JB금융지주를 평가하기 위한 PEER GROUP으로 총 6개 (BNK금융지주, DGB금융지주, KB금융, 우리금융지주, 신한지주, 하나금융지주) 금융지주기업들을 선정했다.

6개의 금융지주 외에도 다른 금융지주가 존재하지만, JB금융지주와 비슷한 자회사 구조를 가지고 있는 기업만을 선정했다. 금융지주사이지만 특수 은행업이거나 은행업을 영위하고 있지 않은 지주들은 비교대상에서 제외했다.

선정된 PEER GROUP 내에서도 자회사 은행을 지방은행과 시중은행으로 나누어 평가를 진행했다. 그 이유는 주된 영업 지역이 전국인 경우와 일부 지역으로 집중된 경우를 분리해서 비교해야 유의미한 값이 도출될 것이라 생각했기 때문이다. 지방그룹에는 BNK금융지주, DGB금융지주, JB금융지주 3개의 기업이, 시중그룹에는 KB금융, 우리금융지주, 신한지주, 하나금융지주 4개의 기업이 속하도록 그룹을 분류했다.

6.1.2 주가배수 산정

상대가치평가			
	지방은행 평균	시중은행 평균	전체 평균
시가 (21.06.24)	7940.00	38,588	23263.75
EPS (1Q21)	1987	7032.8	4510
PER (1Q21)	4.00	5.56	4.78
BPS	25584	83370	54477
PBR	0.32	0.45	0.38
적정주가	6202	8727	**7464**

6. Valuation

우선, 각 지주사들의 EPS, BPS, PER, PBR 값을 구하였고 그 값을 활용하여 지방, 시중, 전체의 평균을 계산했다. BPS는 JB금융지주의 개별 값인 19,584를 적용했고 PBR은 지방그룹평균, 시중그룹평균 그리고 전체 평균값을 각각 사용하여 3가지 적정주가를 산출했다. JB금융지주의 BPS 값에 지방그룹평균 PBR을 곱한 적정주가는 6202원이며 시중그룹평균 PBR을 곱한 값은 8727원이다. 전체그룹의 평균 PBR을 고려했을 때 7464원의 값이 도출되었다. 상대가치평가로 도출된 기업의 적정주가는 현재 주가인 7370원 과 비교했을 때 1.2% 상승한 값이다.

6.2 내재가치 평가법 - Justified P/B

ROE와 P/B와의 관계에 따라 내재적 P/B의 결정요인과 주가 배수는 Gordon growth model을 통해 유도할 수 있다. 기업의 내재적 요인을 통해 구한 Justified P/B는 아래의 방법으로 구할 수 있다.

$$\text{Justified P/B} = \text{ROE} / (k-g)$$

ROE = 자기자본이익률, K = 자기자본비용, g = 기업의 영구성장률

먼저 미래의 기업의 이익과 자본의 변동을 알아보기 위해 추정포괄손익계산서를 작성하였다.

6.2.1 순이자이익

(단위 : 백만원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TTM	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
순이자이익	**977,040**	**1,019,065**	**1,162,458**	**1,253,571**	**1,232,636**	**1,259,991**	**1,288,984**	**1,318,715**	**1,378,233**	**1,441,947**	**1,510,462**	**1,584,329**
이자수익	1,603,608	1,626,031	1,774,126	1,926,535	1,892,535	1,813,534	1,803,045	1,858,708	1,905,008	1,957,395	2,016,117	2,081,641
YoY		**1.4%**	**-7.9%**	**18.5%**	**6.7%**	**-4.2%**		**2.5%**	**2.5%**	**2.75%**	**3%**	**3.25%**
이자비용	626,568	606,966	611,668	672,963	659,899	553,543	514,061	539,993	526,774	515,449	505,655	497,312
YoY		**-3%**	**1%**	**10%**	**-2%**	**-16%**		**-2.4%**	**-2.4%**	**-2.15%**	**-1.90%**	**-1.65%**

먼저, 앞서 은행업종의 수익 및 비용적 특징을 살펴본 결과, 수수료이익, 기타비이자이익과는 다르게 이자수익과 이자비용은 은행의 조달금리, 그리고 국가 기준금리와 어느정도 연동됨을 알 수 있다. 금리가 인상될 경우, 이자수익은 증가하지만, 동시에 이자비용도 증가하게 된다. 먼저, 앞서 예측한 연준 그리고 한국은행의 금리 인상 시점을 2023년 이후로 예상하였기에, 2021년 과 2022년의 이자수익과 이자비용은 지난 5개년 간의 CAGR 값을 활용하기로 하였다. 금리인상이 예상되는 2023년부터 2025년까지, 연준 과 한은은 해당 기간동안 약 연 평균 25bp를 인상, 최대 100bp 인상이 예상되는 바, 기존 5개년 CAGR 값에 25bp씩 더한 값을 조정하면서 연 증가율로 사용하였다.

6.2.2 순수수료이익

(단위 : 백만원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TTM	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
순수수료이익	**19,428**	**16,649**	**13,472**	**10,457**	**52,074**	**65,300**	**62,446**	**77,490**	**90,902**	**105,647**	**121,847**	**139,634**
수수료수익	104,315	111,593	122,781	136,716	138,238	159,671	155,189	173,882	189,357	206,210	224,563	244,549
YoY		**7.0%**	**-10.2%**	**22.5%**	**12.6%**	**15.5%**		**8.9%**	**8.9%**	**8.9%**	**8.9%**	**8.9%**
수수료비용	84,887	94,944	109,309	126,258	86,164	94,371	94,370	96,391	98,455	100,563	102,716	104,915
YoY		**11.8%**	**-13.4%**	**33.0%**	**-21.2%**	**9.5%**		**2.1%**	**2.1%**	**2.1%**	**2.1%**	**2.1%**

JB금융지주의 순수수료 이익을 구성하는 대부분은 금융상품의 유효수익을 구성하는 수수료로 차입자의 재무상태, 보증, 담보와 기타 보장약정과 관련된 평가 및 사무처리, 관련 서류의 준비 및 작성 등의 활동에 대한 보상, 금융부채 발행시 수취된 개설수수료 등이 포함된다.

순수수료 이익은 수수료수익에서 수수료비용을 차감한 값이므로 수수료 이익과 수수료비용의 5개년 평균 성장율을 각각 구하여 미래 수수료이익(연 8.9%증가)과 수수료비용(연 2.1%증가)을 추정, 미래 순수수료 이익을 구하였다.

6. Valuation

6.2.3 기타 비이자이익

(단위 : 백만원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TTM	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
기타비이자이익	-170,173	-117,195	-105,530	-111,200	-54,336	-82,432	-64,027	-82,363	-82,294	-82,225	-82,156	-82,087
YoY		31.1%	10.0%	-5.4%	51.1%	-51.7%		-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%

기타비이자이익은 순리스료 수익, 금융상품 관련손익, 유가증권상품관련손익, 파생상품금융상품관련순손익, 외환거래손익, 손상차손 및 손상차손환입 계정들을 가산한 값으로 구하였다. 이를 통해 총 5개년의 기타비이자이익을 구한 뒤, 미래 기타비이자이익은 5개년 연평균 성장률의 평균을 대입하여 추정하였다.

6.2.4 판매 및 관리비

(단위 : 백만원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TTM	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
판매및관리비	560495	589,550	626,365	653949	664,385	689,467	689,160	718,624	749,014	780,690	813,705	848,116
YoY		5.18%	6.24%	4.40%	1.60%	3.78%		4.23%	4.23%	4.23%	4.23%	4.23%

판매비와 관리비 추정을 위해 2015년부터 2020년까지 총 6개년의 YoY에 대한 기하평균을 사용하여 CAGR를 구하였고, 이를 활용하여 2021년부터 매년 4.23%씩 일정하게 증가한다고 추정하였다.

6.2.5 충당금 및 기타영업손익

(단위 : 백만원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TTM	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
충당금적립전이익	265,800	328,969	444,035	498,879	565,989	553,392	598,243	595,219	637,827	684,679	736,448	793,760
충당금환입(전입)액	-6,785	-3,008	704	180	-2,903	-2,318	-2,553	-2,353	-2,150	-1,572	503	213
기타영업손익	-69,365	-76,234	-96,038	-82,109	-81,047	-83,873	-85,679	-85,749	-83,691	-84,008	-83,674	-84,560

(1) 충당금환입(전입)액

충당금환입액 및 전입액은 경기 상황에 많은 영향을 받는 수치로 앞으로 COVID-19 사태에 대해서 긍정적인 움직임을 많이 보이고 있고 앞으로도 그럴 것이라 예상되기 때문에 감소하는 추세로 전망했다. 초반 2년에서 바로 전입에서 환입으로 전환되지 않을 것으로 예상한 이유는 코로나 대책으로 시행된 대출 상환 유예가 만기에 가서 어느 정도 상환될지는 예측이 불가능하다는 위험이 있기 때문에 2년간 환입액은 감소하지만 그 감소 추세가 충당금전입으로 뒤집을 정도는 아니라고 판단했다.

(2) 기타영업손익

기타영업손익에 포함되는 요소들을 살펴보면 기타영업손실의 대부분을 기금출연료가 차지한다. 기금출연료는 큰 변동 없이 매년 비슷한 수준을 보이고 있고 그에 따라 기타영업손익도 매년 큰 변화가 없다. 향후 추정치도 5개년 평균값을 이용했다.

6. Valuation

6.2.6 영업외손익

(단위 : 백만원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TTM	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
영업외손익	2,833	-9,261	-2,816	-293	-1,613	-5,538	633	-2,781	-2,781	-2,781	-2,781	-2,781
영업외수익		16,994	11,589	19,314	11,054	9,933	15,730					
영업외비용		-7,733	-14,405	-19,608	-12,667	-15,471	-10,971					

영업 외 손익은 과거 5개년 데이터 값의 편차가 심하고, 비영업 활동에 대한 미래 현금흐름 추정이 매우 어렵다는 점을 감안하여, 5개년 영업외손익을 산술평균한 값을 미래 영업외 손익(-2781)으로 일괄 적용하였다.

6.2.7 법인세비용

(단위 : 백만원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TTM	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
법인세비용차감전순이익		261,996	345,181	416,477	483,329	463,981	511,570	504,335	549,204	596,318	650,496	706,632
법인세비용		60,146	80,740	95,448	121,185	73,132	141,952	111,055	120,935	131,309	143,240	155,601

5개년 평균 유효 법인세율
22.02%

법인세차감전순이익은 영업이익의 증가율에 비례하여 증가한다고 가정하고 추정하였다. 법인세 비용은 추정된 법인세차감전순이익에 5개년 평균 유효법인세율(22.02%)을 적용하여 추정하였다.

6.2.8 연결당기순이익과 지배기업귀속이익

(단위 : 백만원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TTM	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
연결당기순이익		201,850	264,441	321,029	362,144	390,849	427,440	393,280	428,269	465,008	507,257	551,031
지배기업 귀속이익		142,650	185,064	241,536	341,938	363,512	399,356	371,335	404,372	439,061	478,952	520,283

앞선 추정을 통해 2021부터 향후 5년 간의 연결 당기순이익과 지배기업 귀속 이익을 추정하였는데 그 값은 위와 같다.

6.2.9 자본과 ROE

ROE

(단위 : 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	TTM
귀속 당기순이익	142,650	185,064	241536	341,938	363512	399356
자본총계	2,963,813	3086385	3,458,316	3,819,778	4,028,860	3,805,942
ROE	5.1%	6.1%	7.4%	9.4%	9.3%	10.2%

ROE를 [지배주주 귀속 당기순이익/(전기와 당기 자본의 평균)]의 방법으로 구하였다. 보다 정확한 현재의 ROE 값을 구하기 위해 2020년 재무제표를 통해 구한 ROE 값이 아닌 TTM(Trailing Twelve Months)기준으로 새롭게 구한 순이익과 자본 값으로 현재 ROE를 구하였다.

6. Valuation

6.2.10 장기배당성향 추정

배당성향								
(단위: 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
당기순이익	142,650	185,064	241,536	341,938	363,512	371,335	404,372	439,061
배당성향(%)	5.45	8.26	14.48	17.05	20	28	28	28
현금배당금총액	7,771	15,284	34,981	58,303	72,684	103,974	113,224	122,937

그러나 앞서 구한 현재 ROE의 결정요인 중 지배주주 귀속 당기순이익의 경우, 기업에 재투자되는 유보이익과 배당을 통해 주주에게 귀속되는 이익 모두를 포함하고 있다. 따라서 주주에게 귀속되는 이익만을 고려하기 위해 현재 ROE 값에 향후 예상되는 장기배당성향을 곱하여 배당가능 ROE 값을 구하였다.

지난 5년 간 JB금융지주의 배당성향은 급격하게 증가하였다. 금융당국이 은행권 배당을 순이익의 20%로 제한하는 자본관리 권고에 따라 2020년 추가 상승 여력이 있음에도 불구하고 20%만 배당을 하였다. 그러나 자본관리 권고가 올해 6월 말 종료되고, 경기가 회복되어 주주들의 고배당 요구에 따라 배당성향을 코로나 이전인 2019년 시중 은행 평균값인 26%에서 은행에 따라 최대 30%까지 높일 것으로 예상된다. 이에 JB금융지주의 장기배당성향을 두 값의 평균인 28%로 추정하였다.

6.2.11 자기자본비용과 영구성장률 추정

자기자본비용

구분	산출내역	비고
Rf	2.10%	21년 6월 한국 10년만기 국채 수익률
Rm - Rf	5.20%	다모다란 교수가 제시한 2020년 하반기 대한민국 CDS 프리미엄
beta	0.73	지난 156주간 코스피TR지수 대비 JB금융지주 개별주식의 베타
Ke	5.90%	Rf + (Rm - Rf) x beta

(1) 자기자본비용의 추정

자기자본비용은 자본자산가격결정모형(CAPM: Capital Asset Pricing Model)에 의하여 아래와 같이 무위험수익률에 위험프리미엄을 가산하여 계산한다.

(2) 영구성장률의 추정

현금흐름과 수익의 변동성을 감안할 때 장기간의 영구성장률을 0%로 하는 것이 합리적이라 판단, 영구성장률을 보수적으로 0%로 추정하였다.

6.2.12 Justified P/B Valuation

앞에서 구한 배당가능 ROE, 자기자본비용과 영구성장률 값을 위의 식에 대입하여 Justified P/B값을 구한 후, 그 값을 21년도 1분기 BPS 값과 곱하여 목표주가 8482원을 산정하였고 이에 상승여력을 15.1%로 본다.

6. Valuation

6.2.13 Summary

내재적 P/B Valuation	
자기자본비용	5.9%
영구성장률	0%
현재ROE	10.2%
배당가능ROE	2.9%
Target P/B	0.48
1Q21 BPS	17,510
목표주가(단위: 원)	8482
현재주가(21.06.24)	7,370
상승여력	15.1%

P/B Valuation Result	
현재주가(21.06.24)	7,370
내재적-목표주가(단위: 원)	8,482
상대가치평가 목표주가(단위: 원)	7,464
상승여력	1.3%~15.1%

두 방법으로 구한 목표주가와 현재시점의 주가를 비교한다면, 현재주가 대비 1.3%에서 15.1%까지 추가 상승여력이 존재함을 알 수 있다. 따라서 해당 주식에 대하여 HOLD 의견을 표한다.

.

7. APPENDIX

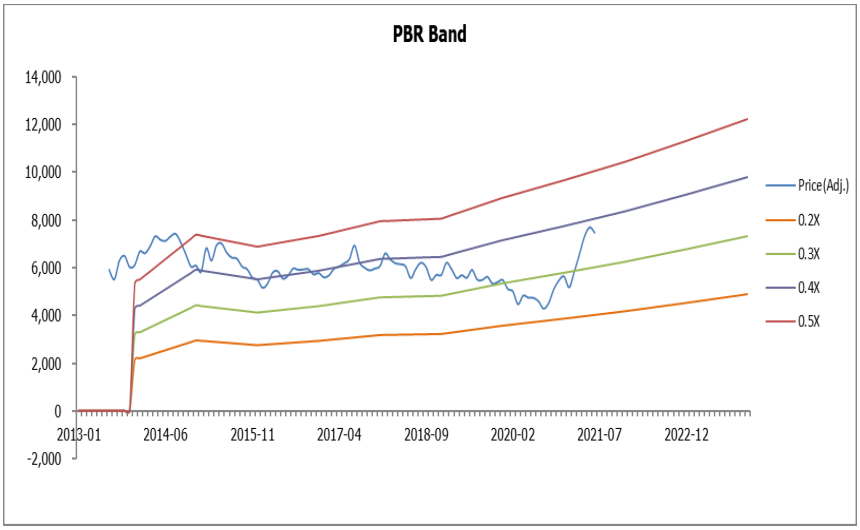
금융지주별 비교										(단위: %)
2020.12 기준	JB금융지주	DGB금융지주	BNK금융지주	지방은행 평균	KB금융	우리금융지주	신한지주	하나금융지주	시중 은행 평균	은행 평균
영업이익										
이자이익비중	93.1	80	82.8	85.3	77.8	87.9	70.8	67.3	75.95	80.625
비이자이익비중	6.9	20	17.2	14.7	22.2	12.1	29.2	32.7	24.05	19.375
자산 건전성										
BIS	13.2	12.4	12.9	12.8	15.3	13.7	15.8	16.4	15.3	14.1
CET1	10.1	9.6	9.8	9.8	13.3	10.0	12.9	14.0	12.6	11.2
수익성										
NIM	2.6	1.9	1.9	2.1	1.8	1.6	1.8	1.6	1.7	1.9
CIR	50.9	57.3	54.5	54.2	54.7	58.0	45.2	45.3	50.8	52.5
배당지급률	20.0	19.9	20.1	20.0	20.0	19.9	23.5	20.5	21.0	20.5
시가배당률	6.6	5.7	5.6	6.0	4.1	3.7	4.7	5.4	4.5	5.2
ROE	10.1	6.9	6.1	7.7	8.5	5.9	8.2	9.0	7.9	7.8

JB금융지주 수익성 분석					
(단위: %)	2016	2017	2018	2019	2020
NIM	2.4	2.5	2.7	2.8	2.7
ROA	0.47	0.56	0.68	0.77	0.77
ROE	6.46	7.86	8.69	10.36	10.06
Cost-Income Ratio			52.2	51.3	50.9

자본적정성 & 자산건전성					
	2016	2017	2018	2019	2020
BIS	12.05	12.16	12.73	13.16	13.22
CET1	7.92	8.57	9.02	9.67	10.05
NPL비율	1.18	0.97	0.93	0.86	0.67
NPL커버리지	73.70	69.34	94.43	96.84	134.06

2016년 대손준비금의 보통주자본으로 인정됨에 따라 대손충당금 잔액에서 대손준비금을 제외하는 것으로 산출 기준이 변경되었습니다.

JB금융지주 배당 현황					
(단위: 백만원)	2016	2017	2018	2019	2020
당기순이익	142,650	185,064	241,536	341,938	363,512
EPS(원)	918	1,124	1,391	1,641	1,774
현금배당금총액	7,771	15,284	34,981	58,303	72,684
배당성향(%)	5.45	8.26	14.48	17.05	20
배당수익률(%)	0.9	1.6	3.2	5.3	6.3
주당현금배당금(원)	50	100	180	300	374
PER	6.29	5.4	4.09	3.34	3.18



추정 포괄손익계산서

(단위 : 백만원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TTM	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
순이자이익	**977,040**	**1,019,065**	**1,162,458**	**1,253,571**	**1,232,636**	**1,259,991**	**1,288,984**	**1,318,715**	**1,378,233**	**1,441,947**	**1,510,462**	**1,584,329**
이자수익	1,603,608	1,626,031	1,774,126	1,926,535	1,892,535	1,813,534	1,803,045	1,858,708	1,905,008	1,957,395	2,016,117	2,081,641
YoY		**1.4%**	**-7.9%**	**18.5%**	**6.7%**	**-4.2%**		**2.5%**	**2.5%**	**2.75%**	**3%**	**3.25%**
이자비용	626,568	606,966	611,668	672,963	659,899	553,543	514,061	539,993	526,774	515,449	505,655	497,312
YoY		**-3%**	**1%**	**10%**	**-2%**	**-16%**		**-2.4%**	**-2.4%**	**-2.15%**	**-1.90%**	**-1.65%**
순수수료이익	**19,428**	**16,649**	**13,472**	**10,457**	**52,074**	**65,300**	**62,446**	**77,490**	**90,902**	**105,647**	**121,847**	**139,634**
수수료수익	104,315	111,593	122,781	136,716	138,238	159,671	155,189	173,882	189,357	206,210	224,563	244,549
YoY		**7.0%**	**-10.2%**	**22.5%**	**12.6%**	**15.5%**		**8.9%**	**8.9%**	**8.9%**	**8.9%**	**8.9%**
수수료비용	84,887	94,944	109,309	126,258	86,164	94,371	94,370	96,391	98,455	100,563	102,716	104,915
YoY		**11.8%**	**-13.4%**	**33.0%**	**-21.2%**	**9.5%**		**2.1%**	**2.1%**	**2.1%**	**2.1%**	**2.1%**
기타비이자이익	**-170,173**	**-117,195**	**-105,530**	**-111,200**	**-54,336**	**-82,432**	**-64,027**	**-82,363**	**-82,294**	**-82,225**	**-82,156**	**-82,087**
YoY		**31.1%**	**10.0%**	**-5.4%**	**51.1%**	**-51.7%**		**-0.1%**	**-0.1%**	**-0.1%**	**-0.1%**	**-0.1%**
총영업이익	**826,295**	**918,519**	**1,070,400**	**1,152,828**	**1,230,374**	**1242859**	**1,287,403**	**1,313,843**	**1,386,842**	**1,465,369**	**1,550,153**	**1,641,876**
판매및관리비	560495	589,550	626,365	653949	664,385	689,467	689,160	718,624	749,014	780,690	813,705	848,116
YoY		**5.18%**	**6.24%**	**4.40%**	**1.60%**	**3.78%**		**4.23%**	**4.23%**	**4.23%**	**4.23%**	**4.23%**
충당금적립전이익	**265,800**	**328,969**	**444,035**	**498,879**	**565,989**	**553,392**	**598,243**	**595,219**	**637,827**	**684,679**	**736,448**	**793,760**
충당금환입(전입)액	-6,785	-3,008	704	180	-2,903	-2,318	-2,553	-2,353	-2,150	-1,572	503	213
기타영업손익	-69,365	-76,234	-96,038	-82,109	-81,047	-83,873	-85,679	-85,749	-83,691	-84,008	-83,674	-84,560
영업이익	**196,435**	**252,735**	**347,997**	**416,770**	**484,942**	**469,519**	**510,937**	**507,116**	**551,986**	**599,099**	**653,278**	**709,413**
영업외손익	**2,833**	**-9,261**	**-2,816**	**-293**	**-1,613**	**-5,538**	**633**	**-2,781**	**-2,781**	**-2,781**	**-2,781**	**-2,781**
영업외수익		16,994	11,589	19,314	11,054	9,933	15,730					
영업외비용		-7,733	-14,405	-19,608	-12,667	-15,471	-10,971					
법인세비용차감전순이익		**261,996**	**345,181**	**416,477**	**483,329**	**463,981**	**511,570**	**504,335**	**549,204**	**596,318**	**650,496**	**706,632**
법인세비용		60,146	80,740	95,448	121,185	73,132	141,952	111,055	120,935	131,309	143,240	155,601
연결당기순이익		**201,850**	**264,441**	**321,029**	**362,144**	**390,849**	**427,440**	**393,280**	**428,269**	**465,008**	**507,257**	**551,031**
지배기업 귀속이익		**142,650**	**185,064**	**241,536**	**341,938**	**363,512**	**399,356**	**371,335**	**404,372**	**439,061**	**478,952**	**520,283**