

은행

Overweight (신규)

한국의 은행들은 건전한가

[2023년 은행 스트레스 테스트]



Contents

Summary

Key Chart	4
-----------	---

1. 은행주 주가는 무엇으로 움직이는가?	9
1) 기준금리 인상은 은행들의 NIM 개선으로	9
2) NIM 개선과 은행주 주가의 디커플링 원인	14
3) 건전성 훼손이라는 트라우마	17
2. 불건전한 시대를 이겨낼 건전한 은행	20
1) 자산 건전성 악화 우려에 대한 팩트 체크	20
2) 달라진 체력, 달라질 실적	25
3. 스트레스 테스트: 시장을 이길 건전한 선택지, 은행	34
1) 건전한 은행이 온다	34
2) 대손비용률 스트레스 테스트 1. NPL 비율 기준	36
3) 대손비용률 스트레스 테스트 2. RC 값 기준	39
4. 투자전략 및 Valuation	43
1) 3Q22 Preview - 양호한 실적 개선세 지속	43
2) 은행업종 투자의견 Overweight 제시	46

기업분석

KB 금융 (105560) 두 마리 토끼를 노린다	54
신한지주 (055550) 돋보이는 실적 개선세	58
하나금융지주 (086790) 업종 내 가장 높은 자본비율	62
우리금융지주 (316140) 날개를 달아줄 M&A 를 향해	66
기업은행 (024110) NIM 개선 여력 충분	70
BNK 금융지주 (138930) 안정적 이익 창출 지속 여부가 핵심	74
DGB 금융지주 (139130) 건전성 관리 능력 입증 필요	78
JB 금융지주 (175330) 지방은행 중 가장 돋보이는 행보	82

Summary

Top Picks

KB금융 (105560)

투자의견 Buy, 적정주가 61,000원

신한지주 (055550)

투자의견 Buy, 적정주가 47,000원

통상 기준금리 인상은 은행들에게 호재다. 1H22 은행들의 이자이익이 전년동기대비 18.4%의 높은 증가세를 기록한 것도 이와 같은 배경이다. 당사는 기준금리를 올해 연말까지 3.25%, 1Q23에는 3.50%를 예상하고 있는 만큼, 은행들의 이자이익 개선세는 여전히 유효한 상황이다.

그러나 현재 KRX은행 지수는 연초대비 -25.6%를 기록 중이다. 기준금리와 은행주의 디커플링은 장단기 금리차 축소가 원인이다. 실제로 지난 20년간 대내외 경기 불확실성 증대에 따른 장단기 금리차 축소 시기에 은행주는 조정을 경험한 바 있다.

경기침체 시기에는 은행들의 건전성에 대한 우려가 투자심리를 지배한다. 과거 위기 사례를 살펴보면, 은행들의 실적 악화 주요 요인은 대손비용률 상승, 자본비용 하락 등 건전성 지표 훼손이었다. 이와 같은 과거의 기억은 현 시점에서도 은행주의 하방 압력으로 작용하고 있다.

은행을 둘러싸고 있는 대내외 환경이 과거 저금리 시대와 다르다는 점에서 건전성 지표 악화 가능성은 인정한다. 하지만 은행들의 기초 체력은 본질적으로 과거와 다르다. 대표적으로 은행 평균 CET-1 비율은 11.8%로, 2008년 금융위기보다 높아진 것은 물론이며, 미국은행들의 11.5%보다도 높다.

달라진 은행들의 체력을 고려할 시, 내년 경기침체가 발생하더라도 대손비용률 상승은 과거 유사 상황과 비교해 제한적 수준에 그칠 것이다. 스트레스 테스트를 전개해본 결과, 대손비용률은 최대 12bp 상승하는 것으로 추정된다.

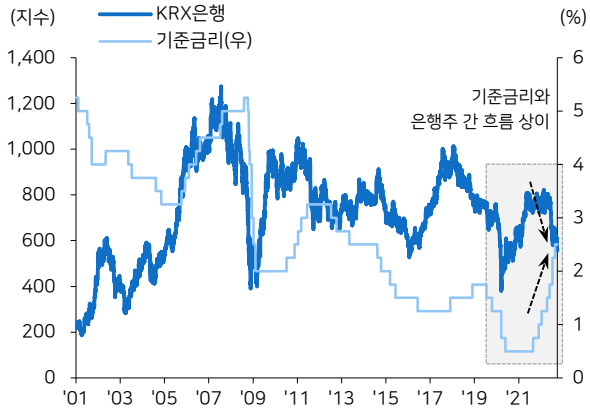
은행 업종에 대해 Overweight 투자의견을 제시하며 커버리지를 개시한다. 1) 2023년 타업종 대비 양호한 실적으로 과거와 달라진 펀더멘털을 증명할 것이며, 2) 높아진 은행들의 기초 체력에도 불구하고, 현 은행의 PBR(FY1)은 과거 위기 시기보다 낮은 0.36배(카카오뱅크 제외 시 0.33배)이다. 3) 올해 하반기 예상 배당수익률 또한 4대 금융지주 평균 기준 6.2%로 주가의 하방 경직성이 충분히 보장된 상황이다.

향후 은행 Valuation은 1) 경기 불확실성 속 자산건전성 관리 역량 기반 안정적인 이익 개선세 지속과, 2) 주주환원정책의 지속 가시성 제고를 통해 회복세를 이어갈 전망이다.

업종 내에서는 자본비용이 높은 은행 중심의 투자를 권유한다. 업종 내 가장 안정적인 흐름세를 시현할 KB금융과 경쟁사와의 Valuation gap 전략이 유효한 신한지주를 Top-pick으로 제시한다.

Key Chart

그림1 한국 기준금리 vs. KRX은행



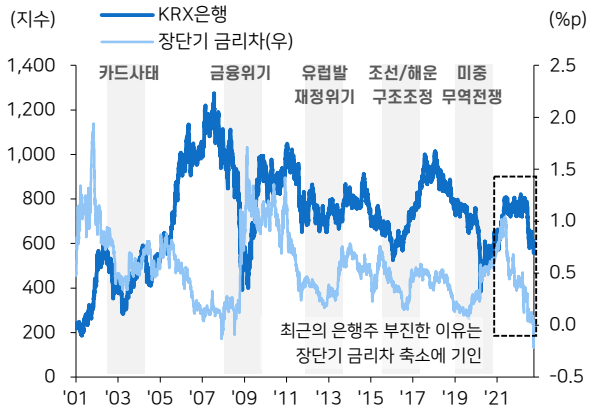
자료: 한국은행, QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 기준금리 vs. KBW은행



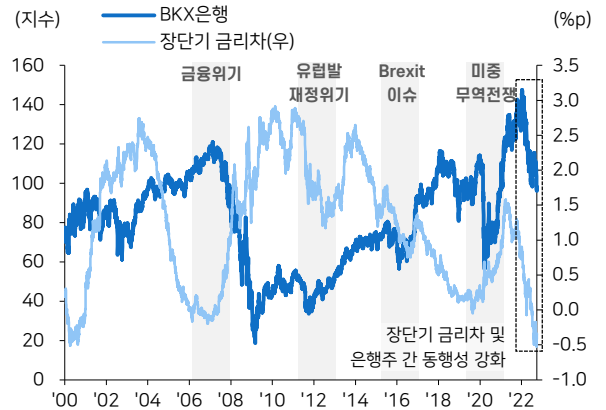
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국 장단기금리차 vs. KRX은행



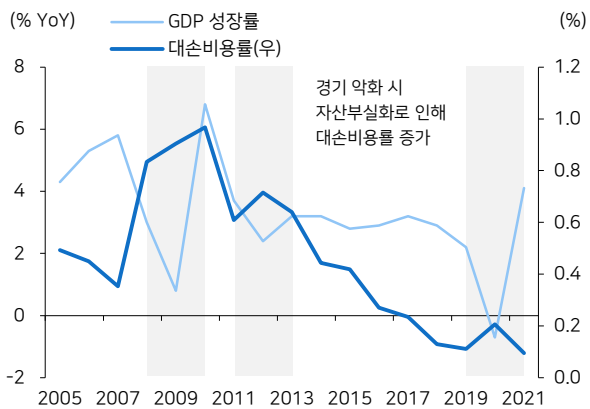
주: 장단기 = 10년물 - 3년물
자료: 한국은행, QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 장단기금리차 vs. KBW은행



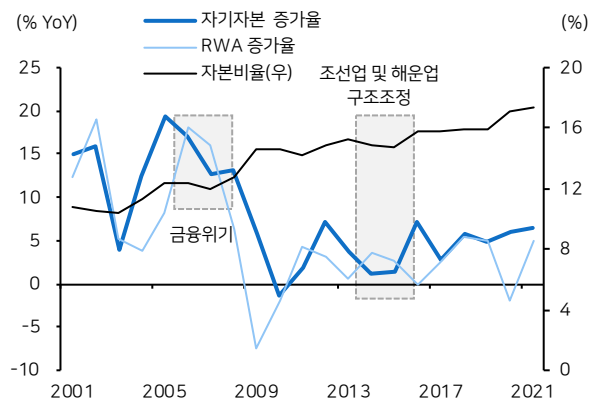
주: 장단기 = 10년물 - 2년물
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 GDP 성장률 vs. 은행 대손비용률



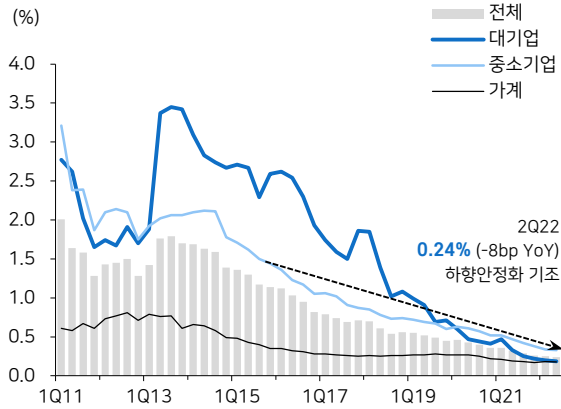
자료: 한국은행, FISIS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 은행 BIS 기준 자기자본비율 추이



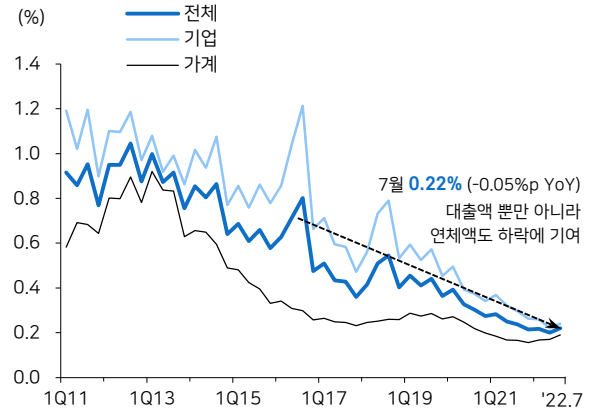
자료: 한국은행, FISIS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 은행 NPL비율 추이



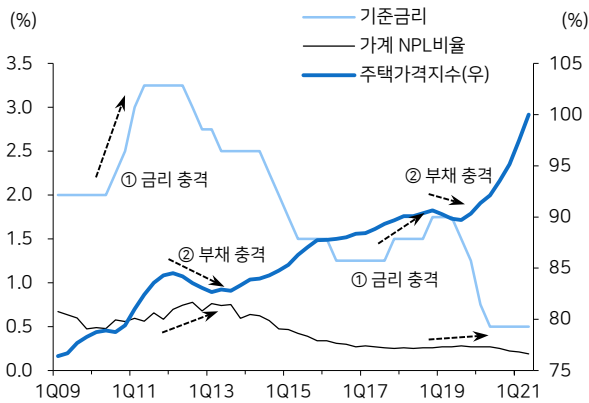
주: 시중은행 및 지방은행 기준
 자료: Fisis, 메리츠증권 리서치센터

그림8 은행 연체율 추이



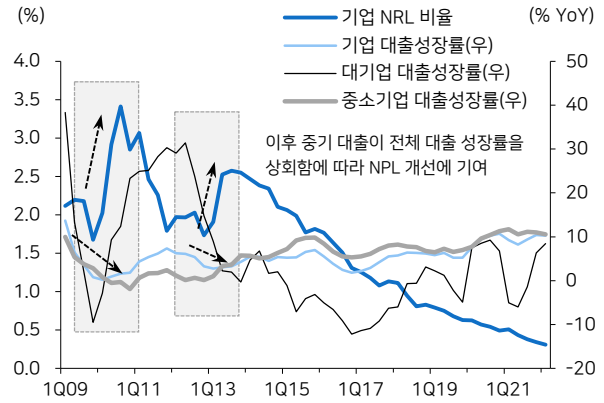
자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림9 기준금리 vs. 가계 NPL비율 vs. 주택가격지수



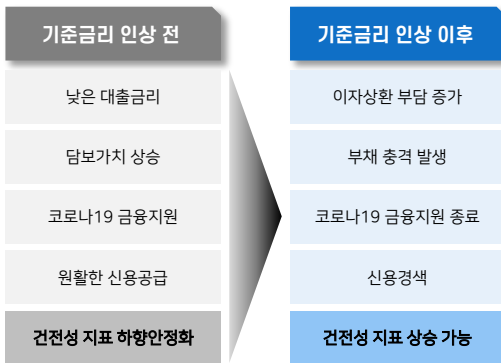
자료: 한국은행, 부동산원, 메리츠증권 리서치센터

그림10 기업 NPL비율 vs. 은행 기업 대출 성장률



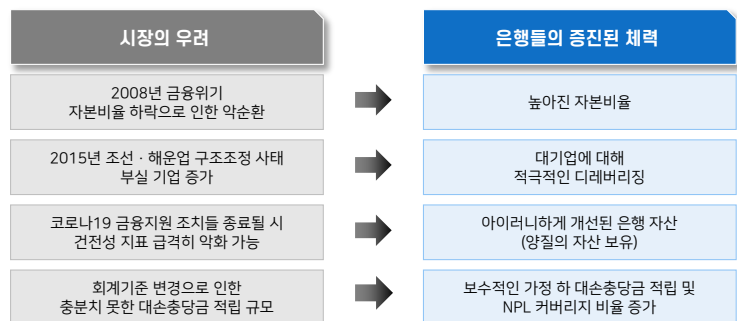
자료: 한국은행, FISIS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 은행 건전성 악화 가능성 대두



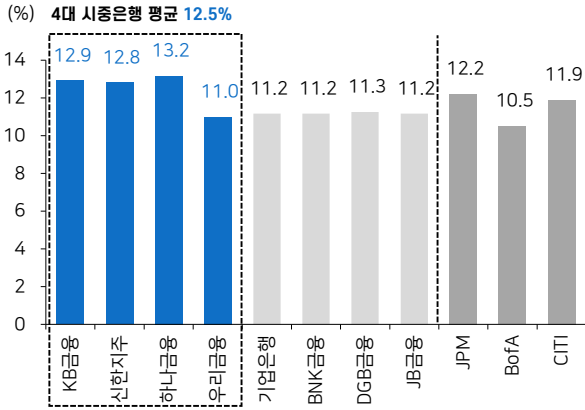
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 과거와 같은 대손비용률 상승 일어나기 어려운 이유



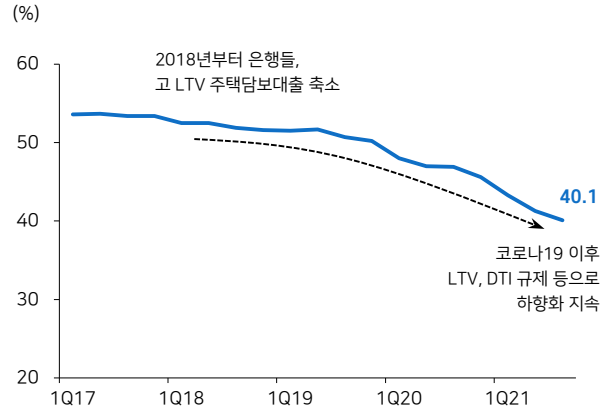
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 은행 CET-1 자본비율: 국내 vs. 미국



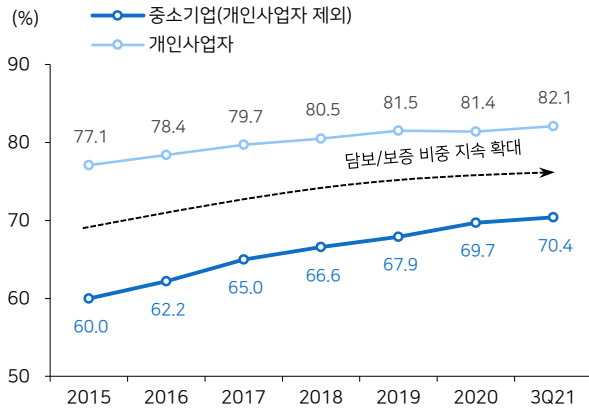
주: 2Q22 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림14 은행 평균 LTV 추이



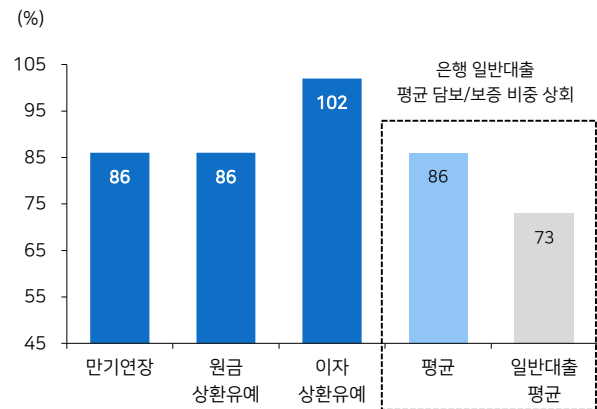
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림15 은행 중소기업 및 개인사업자 대출 내 담보/보증비율



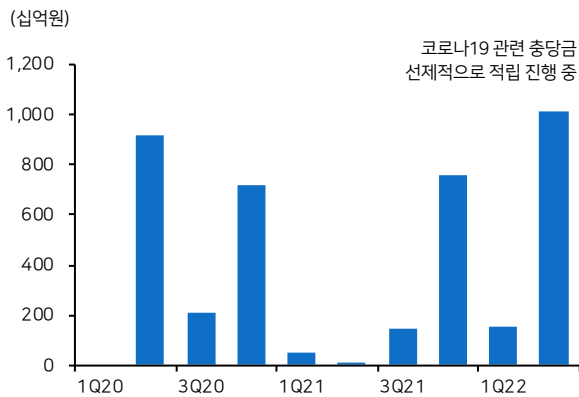
자료: 한국신용평가, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림16 은행 연장대출 종류별 담보/보증 비중



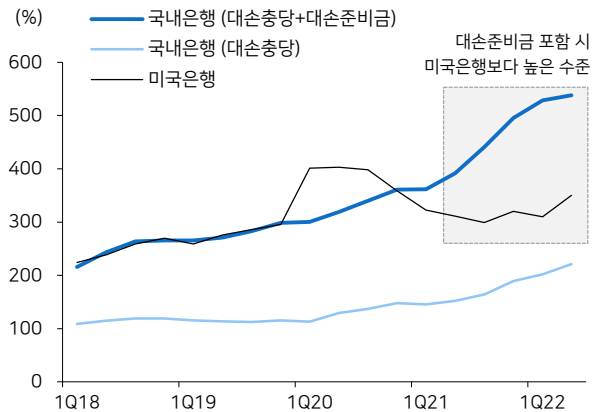
주: 21년 12월 말 기준
자료: 한국신용평가, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림17 은행 코로나19관련 선제적 총당금 적립 추이



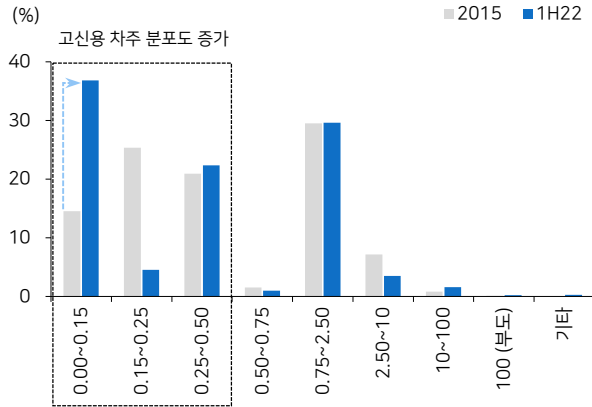
주: 커버리지 은행 합산 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림18 은행 NPL커버리지 비율: 국내은행 vs. 미국은행



주: 국내 4대 은행 기준, 미국 JPM, CITI, BofA 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림19 신한은행 PD 등급별 EAD 비중



자료: 신한지주, 메리츠증권 리서치센터

그림20 신한은행 EAD(CCF) 실적 vs. 추정치 (1H22)

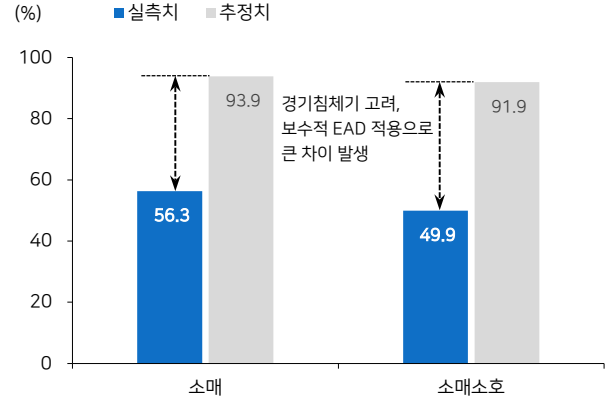
주: 실적치 - '07.01월 ~ '22.6월 부도 발생한 한도성 여신
자료: 신한지주, 메리츠증권 리서치센터

표1 신한은행 PD: 2015년 vs. 1H22

(% , %p)	2015년			1H22		
	실측치	추정치	차이	실측치	추정치	차이
비소매						
IFRS	2.01	2.31	0.30	0.84	1.88	1.04
SOHO	2.67	2.94	0.27	1.58	2.37	0.79
소매						
주거용주택담보	0.44	0.97	0.53	0.39	0.48	0.09
기타소매	1.93	1.98	0.05	1.55	1.63	0.08
소매소호						
주거용주택담보	1.25	2.00	0.75	0.96	1.83	0.87
기타소매	3.41	4.36	0.95	3.13	4.09	0.96
단순평균	1.95	2.43	0.47	1.41	2.05	0.64

주1: 2015년 실적치: 비소매 '01.9월~'12.9월 / 소매 '02.11월~'14.9월 / 소매소호 '05.8월~'14.8월

주2: 2021년 실적치: 비소매 '01.9월 ~ '20.9월 / 소매 '02.9월~'20.9월 / 소매소호 '05.9월 ~ '20.8월

자료: 신한지주, 메리츠증권 리서치센터

표2 신한은행 LGD: 2015년 vs. 1H22

(% , %p)	2015년			1H22		
	실측치	추정치	차이	실측치	추정치	차이
소매						
부동산	4.14	6.43	2.29	4.76	15.39	10.63
신용	66.77	68.57	1.80	69.07	78.13	9.06
소매소호						
부동산	10.12	15.93	5.81	7.43	22.37	14.94
신용	63.04	57.17	(5.87)	68.91	77.97	9.06
단순평균	36.02	37.03	1.01	37.54	48.47	10.92

주1: 2015년 실적치: 부동산 '09.1월 ~ '12.12월 / 신용 '06.9월 ~ '10.09월

주2: 2021년 실적치: 부동산 '13.1월 ~ '19.6월 / 신용 '08.7월 ~ '17.6월

자료: 신한지주, 메리츠증권 리서치센터

표3 NPL비율 기준 대손비용률 증가 추정

(%)	2Q22	2023E	변동폭 (%p)
가계 부문	0.18	0.46	0.28
기업 부문	0.29	0.61	0.32
전체 합산	0.24	0.54	0.30
고정이하여신 기준 대손충당금 적립률			
	20% (Best)	30% (Base)	40% (Worst)
대손비용률 증가폭 (bp)	6	9	12

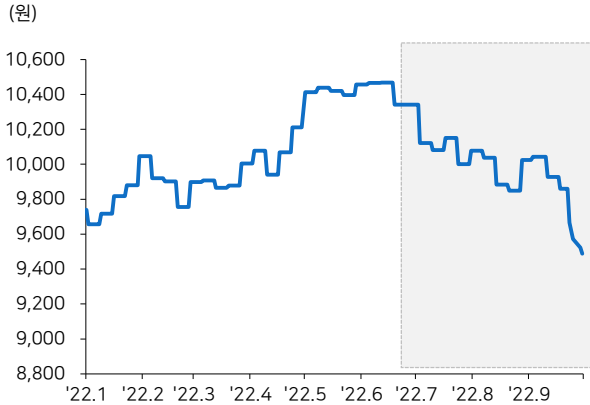
자료: 한국은행, Fisis, 메리츠증권 리서치센터

표4 RC값 기준 대손비용률 증가 추정

(%)	2015	1H22	차이(%p)
PD 단순평균	2.43	2.05	0.38
PD 증가폭 (bp)			
	22	26	30
대손비용률 증가폭 (bp)	7	8	10
			11
			12

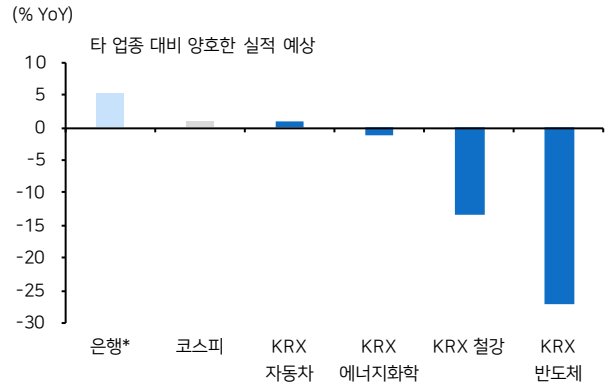
자료: 신한은행, 메리츠증권 리서치센터

그림21 코스피 12개월 예상 EPS 추정치 변화



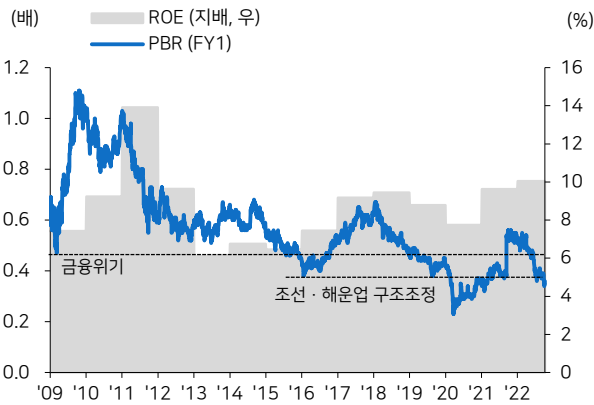
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림22 은행 vs. 타 업종: 2023E EPS 증가율



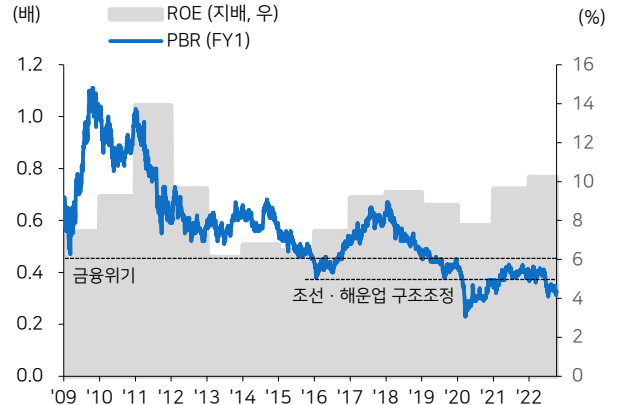
주: *당사 은행 커버리지 기준 추정
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림23 은행 PBR vs. ROE



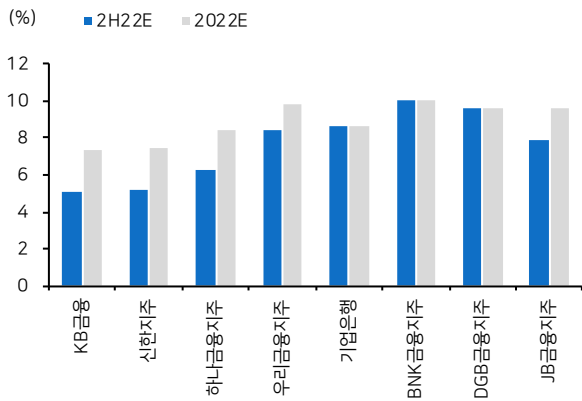
주: ROE FY1 기준
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림24 은행 PBR vs. ROE (카카오뱅크 제외 기준)



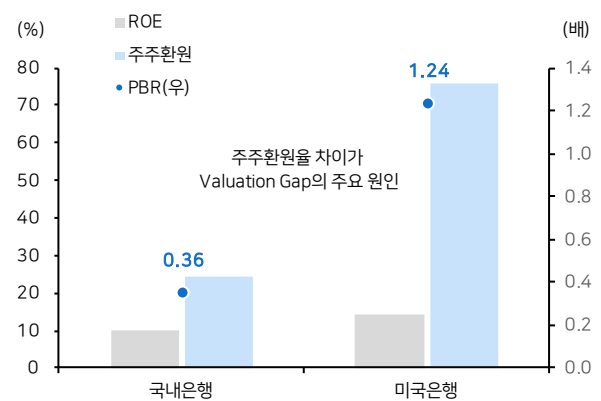
주: ROE FY1 기준
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림25 은행 배당수익률 (FY1) 2H22E, 2022E



주: 10월 11일 종가 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림26 ROE, 총 주주환원성향, PBR: 국내은행 vs. 미국은행



참고: 2021년 기준 /국내 - 커버리지 8개 은행, 미국 -JPM, CITI, BAC
자료: 각 사, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



기업분석

종목	투자판단	적정주가
KB금융 (105560)	Buy (신규)	61,000
신한지주 (055550)	Buy (신규)	47,000
하나금융지주 (086790)	Buy (신규)	50,000
우리금융지주 (316140)	Buy (신규)	15,000
기업은행 (024110)	Buy (신규)	13,000
BNK금융지주 (138930)	Buy (신규)	8,200
DGB금융지주 (139130)	Buy (신규)	9,300
JB금융지주 (175330)	Buy (신규)	9,500

Industry Indepth
2022. 10. 12

KB 금융 105560

두 마리 토끼를 노린다

▲ 은행

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 61,000원, 은행업종 최선호주 추천
- ✓ 3Q22E 저원가성 수신 이탈로 인해 상대적으로 NIM 개선세 부진
- ✓ 다양한 비은행 자회사 기반 안정적인 이익 창출력 확보
- ✓ 보유 자사주 4.7%를 기반으로 적극적인 주주환원 정책 시행 중
- ✓ 알다 인수 등 높은 자본비율 기반 핀테크사 인수로 추가 성장동력 확보

Buy (신규)

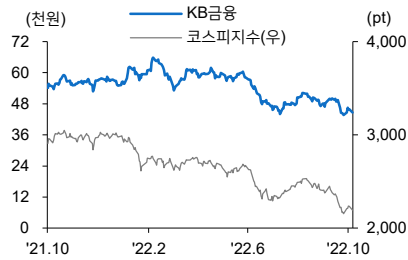
적정주가 (12개월) 61,000 원
현재주가 (10.11) 44,650 원
상승여력 36.6%

KOSPI	2,192.07pt
시가총액	182,573억원
발행주식수	40,890만주
유동주식비율	78.74%
외국인비중	73.59%
52주 최고/최저가	65,800원/43,700원
평균거래대금	562.6억원

주요주주(%)	
국민연금공단	8.27
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.4	-25.1	-19.0
상대주가	0.8	-8.0	9.3

주가그래프



3Q22 Earnings Preview

KB 금융 3Q 지배주주순이익은 1,26 조원 (-3.3% YoY, -3.6% QoQ)으로 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 추정한다. 1) 대출성장률은 씨티은행 대환대출 영향으로 전분기대비 1% 초반으로 회복하겠으나, 2) NIM은 1~2bp 개선에 그칠 것으로 예상된다. 타행대비 NIM이 부진한 원인은 저원가성 수신 이탈에 기인한다. (2Q22 국민은행 저원가성 예금비중 53.1% vs 신한은행 46.7%, 하나은행 39.6%)

가장 안정적인 은행

은행주 투자에 있어 핵심은 건전성 관리 그리고 주주환원 정책이다. 당사는 이 둘 모두를 안정적으로 성취할 수 있는 것으로 판단된다. 1) 다양한 비은행 자회사 기반 안정적인 이익 창출력 2) 업종 내 높은 자본비율 (2Q22 CET-1 비율 12.9%), 3) 연초 분기배당 및 자사주 소각 (보유 자사주 4.7%) 실시 등 적극적으로 주주환원 정책을 시행하고 있기 때문이다.

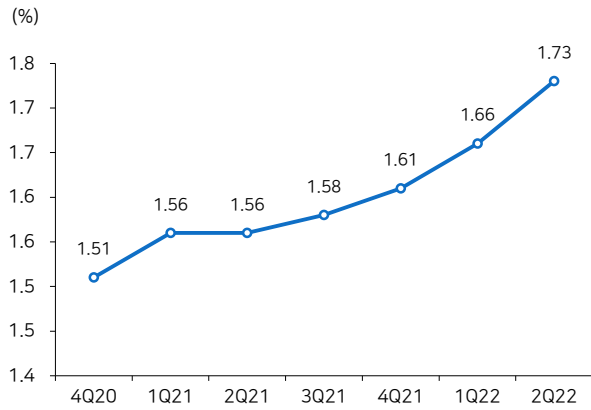
한편 최근 은행들의 플랫폼 역량을 강화해 나갈 수 있는 환경이 조성되고 있다. 지난 9월 대출중개플랫폼 '알다' 인수 등 향후 당사는 높은 자본비율 기반 핀테크사 인수로 추가적인 성장 동력을 확보해 나갈 것으로 전망한다.

투자의견 Buy, 적정주가 61,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy와 적정주가 61,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd BPS 122,736 원에 Target PBR 0.50 배를 적용하였다. Target PBR는 12m Fwd ROE 11.4%, COE 10.3%, 할인율 55% (경기 악화 구간 은행업 할인율 및 이익 안정성 프리미엄 반영)를 적용하였다. 업종 내 최선호주로 추천한다.

(십억원)	총전영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	Tier-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2020	5,932	3,468	8,902	4.7	104,671	4.9	0.4	8.8	0.6	15.4	4.1
2021	7,558	4,410	11,317	27.1	114,115	4.9	0.5	10.3	0.7	15.0	5.3
2022E	7,942	4,858	12,358	9.2	111,754	3.6	0.4	11.0	0.7	15.3	7.3
2023E	8,878	5,199	13,225	7.0	120,400	3.4	0.4	11.4	0.7	16.3	8.1
2024E	8,903	5,332	13,564	2.6	129,384	3.3	0.3	10.9	0.7	17.2	8.5

그림130 은행 NIM 추이



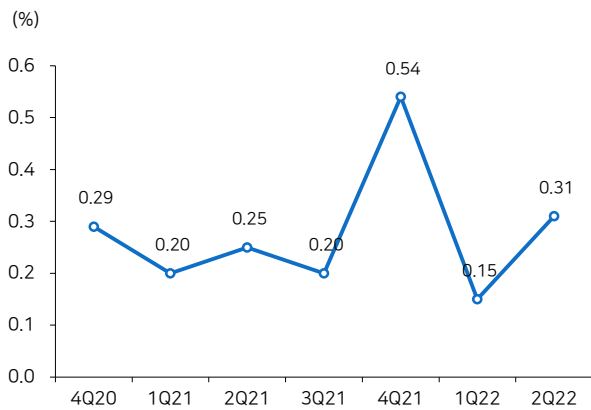
자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

표39 은행 원화대출 성장률 추이

(% QoQ)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
가계	0.8	3.4	0.2	(1.4)	(1.1)
주택담보	0.1	4.6	1.4	(0.8)	(1.0)
가계일반	1.7	2.0	(1.2)	(2.1)	(1.3)
기업대출	2.6	3.5	4.6	3.4	2.1
대기업	3.4	7.4	16.9	4.0	3.2
중소기업	2.5	2.8	2.6	3.2	1.8
총대출	1.7	3.4	2.2	0.8	0.4

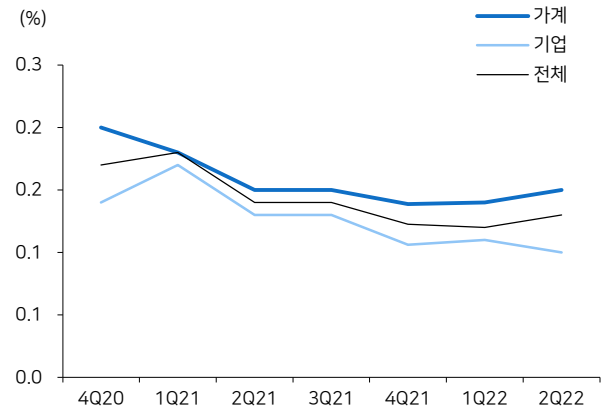
자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림131 대손비용률 추이



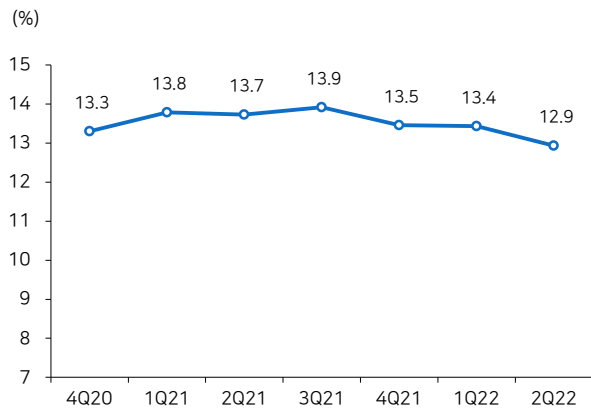
자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림132 은행 연체율 추이



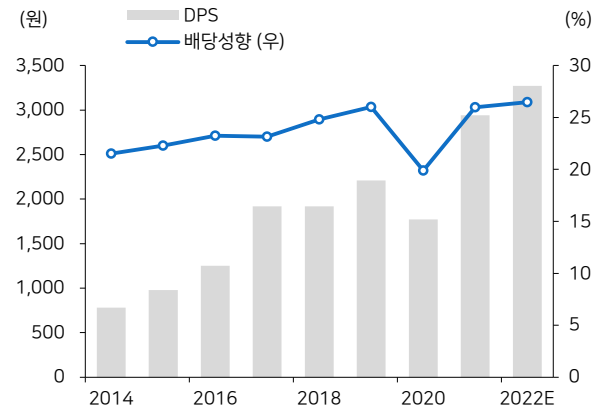
자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림133 자본비율 추이



자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림134 배당 추이 및 전망



자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

표40 KB금융 Valuation

	단위	값	비고
12M Fwd ROE	%	11.4	
Cost of Equity	%	10.3	
Eternal Growth	%	0	은행업 저성장 고려
할증/할인	%	(55)	코로나19 당시 은행주 할인율 65% + 이익 안정성 프리미엄 반영
Target PBR	배	0.50	
12M Fwd BPS	원	122,736	
적정주가	원	61,000	
현재가(10/11)	원	44,650	
Upside Potential	%	36.6	

자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

표41 KB금융 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	FY21	FY22E	FY23E
이자이익	2,642	2,759	2,854	2,974	3,061	3,235	3,301	11,230	12,967	14,100
수수료이익	967	865	911	882	915	875	845	3,626	3,491	3,422
기타이익	34	(57)	(114)	(234)	(252)	(424)	(421)	(372)	(1,461)	(1,419)
총영업이익	3,643	3,567	3,652	3,622	3,724	3,686	3,725	14,484	14,997	16,104
판관비	(1,723)	(1,670)	(1,665)	(2,143)	(1,692)	(1,754)	(1,716)	(7,201)	(7,349)	(7,537)
총전영업이익	1,920	1,898	1,987	1,478	2,032	1,931	2,009	7,283	7,648	8,567
총당금전입액	(173)	(224)	(199)	(589)	(130)	(331)	(260)	(1,185)	(1,206)	(1,375)
영업이익	1,747	1,674	1,788	890	1,902	1,600	1,749	6,098	6,442	7,191
영업외손익	40	(7)	(4)	(44)	8	192	(10)	(16)	171	8
세전이익	1,786	1,667	1,783	845	1,909	1,792	1,739	6,082	6,613	7,200
법인세	(501)	(460)	(477)	(259)	(445)	(484)	(479)	(1,697)	(1,731)	(1,981)
당기순이익	1,285	1,207	1,306	586	1,464	1,308	1,261	4,384	4,882	5,219
지배주주	1,270	1,204	1,298	637	1,453	1,303	1,256	4,410	4,858	5,199
비지배주주	15	3	8	(51)	11	5	5	(25)	25	20

자료: KB금융, 메리츠증권 리서치센터

KB 금융 (105560)

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
현금 및 예치금	25,709	31,210	32,471	34,044	35,703
유가증권	164,210	173,603	184,044	193,657	203,838
대출채권	384,365	425,851	446,998	468,017	491,082
이자부자산	574,284	630,664	661,927	694,069	728,907
고정자산	9,328	9,495	5,084	5,331	5,591
기타자산	27,108	23,737	37,790	40,486	43,387
자산총계	610,720	663,896	704,801	739,886	777,884
예수금	338,580	372,024	383,238	399,893	417,425
차입금	49,812	56,901	67,357	70,980	74,823
사채	62,776	67,442	73,006	76,998	81,237
이자부부채	516,285	564,604	584,123	613,382	644,397
기타부채	51,033	50,998	71,239	73,655	77,097
부채총계	567,318	615,602	655,362	687,037	721,494
자본금	2,091	2,091	2,091	2,091	2,091
자본잉여금	17,205	17,422	17,422	17,422	17,422
이익잉여금	22,541	25,673	28,385	32,094	35,936
자본조정	(1,618)	(1,618)	(1,618)	(1,918)	(2,218)
기타포괄손익누계액	630	1,055	(2,067)	(2,067)	(2,067)
소수주주지분	858	833	1,291	1,291	1,291
자본총계	43,402	48,294	49,439	52,848	56,390

Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
자산건전성 (%)					
고정이하여신/총여신	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
요주의이하여신/총여신	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
대손충당금/고정이하여신	227.4	257.3	288.0	320.2	290.4
대손충당금/요주의이하여신	87.6	91.5	85.9	95.1	85.7
대손충당금/총여신	0.9	0.8	0.7	0.8	0.7
순상각/고정이하여신	46.3	53.0	66.1	66.6	80.0
순상각/총여신	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
대손충당금 적립액/총여신	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2
주당지표 (원)					
EPS	8,902	11,317	12,358	13,225	13,564
BPS	104,671	114,115	111,754	120,400	129,384
DPS	1,770	2,940	3,270	3,630	3,790
배당성향 (%)	19.9	26.0	26.5	27.5	28.0

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
이자수익	14,486	15,211	18,717	20,423	20,951
이자비용	(4,763)	(3,981)	(5,750)	(6,323)	(6,641)
순이자수익	9,722	11,230	12,967	14,100	14,310
대손충당금	(1,044)	(1,185)	(1,206)	(1,375)	(1,206)
총당금적립후순이자수익	8,679	10,044	11,761	12,725	13,104
수수료수익	2,959	3,626	3,491	3,422	3,444
기타비이자이익합계	(189)	(372)	(1,461)	(1,419)	(1,475)
총이익	11,449	13,298	13,791	14,728	15,073
판매관리비	(6,815)	(7,201)	(7,349)	(7,537)	(7,704)
영업이익	4,634	6,098	6,442	7,191	7,369
기타영업외이익	146	(16)	171	8	16
법인세차감전순이익	4,780	6,082	6,613	7,200	7,386
법인세	(1,264)	(1,697)	(1,731)	(1,981)	(2,032)
당기순이익	3,516	4,384	4,882	5,219	5,353
소수주주지분	(47)	25	(25)	(20)	(21)
지배주주지분 순이익	3,468	4,410	4,858	5,199	5,332
총당금적립전영업이익	5,932	7,558	7,942	8,878	8,903

Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Valuation					
PBR (배)	4.9	4.9	3.6	3.4	3.3
PER (배)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
배당수익률	4.1	5.3	7.3	8.1	8.5
재무비율					
ROA	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	8.8	10.3	11.0	11.4	10.9
대출금성장률	9.8	7.9	3.3	4.3	4.3
예수금성장률	9.8	9.9	3.1	4.3	4.3
자산성장률	13.2	10.3	6.1	4.1	4.2
대출금/예수금	97.3	97.4	97.8	97.8	97.8
순이자마진	1.51	1.58	1.73	1.79	1.69
손익분기이자마진	0.95	0.90	0.87	0.85	0.83
비용/이익	54.6	49.7	49.0	46.8	47.3
자본적정성					
BIS Ratio	17.8	17.5	17.8	18.7	19.5
Tier 1 Ratio	15.4	15.0	15.3	16.3	17.2
Tier 2 Ratio	2.4	2.5	2.5	2.4	2.3
단순자기자본비율	7.1	7.3	7.0	7.1	7.2

Industry Indepth
2022. 10. 12

신한지주 055550

돈보이는 실적 개선세

▲ 은행

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 47,000원
- ✓ 3Q22E 이자이익 증가세 지속 및 일회성 이익 발생 예정
- ✓ 신한EZ손해보험사를 출범함으로써 비은행 부문 영향력 확대
- ✓ 8월 인천시 시금고 선정되는 등 저원가성 수신 확보
- ✓ 경쟁사 대비 높은 이익 증가율을 기록할 것으로 예상

Buy (신규)

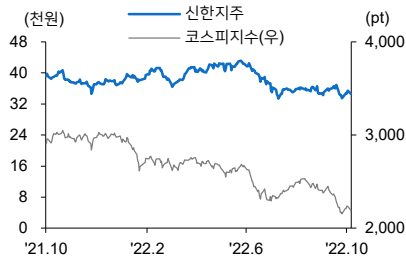
적정주가 (12개월) 47,000 원
현재주가 (10.11) 34,650 원
상승여력 35.6%

KOSPI	2,192.07pt
시가총액	177,732억원
발행주식수	51,293만주
유동주식비율	83.65%
외국인비중	61.69%
52주 최고/최저가	43,200원/33,400원
평균거래대금	431.7억원

주요주주(%)	
국민연금공단	8.37
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.67

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.1	-15.8	-11.4
상대주가	7.5	3.5	19.5

주가그래프



3Q22 Earnings Preview

신한지주 3Q 지배주주순이익은 일회성 이익 고려 시 1,55 조원 (+38.6% YoY, +17.1% QoQ)으로 컨센서스를 상회할 것으로 추정한다. 경상적으로 대출성장을 전 분기대비 1% 미만 및 NIM 4bp 개선으로 2Q에 비해서는 이자이익 증가세가 다소 둔화될 것으로 예상된다. 이 외 신한금융투자 사옥 매각익 세전 4,400억원 등 일회성 이익을 인식할 예정이다.

경쟁사 대비 높은 이익 증가율 전망

동사는 1) 작년 10월 BNPP 카드손해보험 인수 및 7월 신한EZ 손해보험사를 출범함으로써 비은행 부문 라인업의 마지막 단추를 꿰었으며, 2) 8월 인천시 시금고 선정되는 등 저원가성 수신을 확보한 가운데, 3) 높은 자본비율 (2Q22 CET-1 비율 12.8%)을 기반으로 적극적인 주주환원 정책을 실시하고 있다.

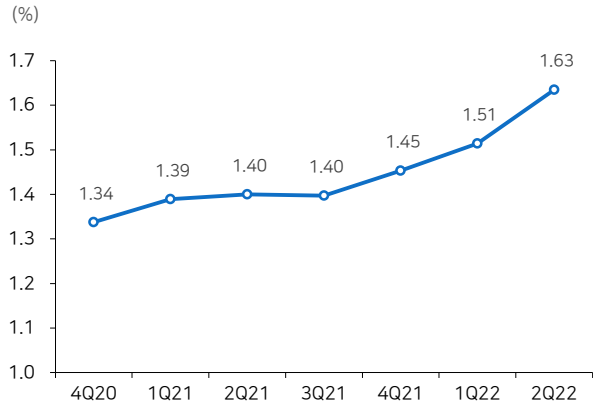
한편 4Q21를 기점으로 사모펀드 관련 비용들이 마무리됨에 따라 올해 가장 높은 이익 증가율을 기록할 것으로 예상된다. 2022년 예상 지배순이익은 전년대비 29.0% 증가할 것으로 전망한다. 이는 동기간 경쟁사 KB금융의 10.2%를 상회하는 수치이다. 그럼에도 불구하고 시가총액은 18.2조원으로 경쟁사 대비 3.2% 하회하고 있다는 점에서 Valuation 매력력을 지니고 있는 것으로 판단된다.

투자 의견 Buy, 적정주가 47,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 BUY와 적정주가 47,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd BPS 89,377 원에 Target PBR 0.52 배를 적용하였다. Target PBR는 12m Fwd ROE 11.2%, COE 9.7%, 할인율 55% (경기 악화 구간 은행업 할인율 및 이익 안정성 프리미엄 반영)를 적용하였다. 업종 내 최선호주로 추천한다.

(십억원)	총전영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	Tier-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2020	6,493	3,415	6,858	(4.5)	81,468	4.7	0.4	8.9	0.6	14.4	4.7
2021	7,195	4,019	7,705	12.4	81,880	4.8	0.4	9.7	0.6	14.9	5.3
2022E	8,501	5,187	9,943	29.0	83,856	3.5	0.4	12.0	0.8	15.4	7.5
2023E	9,108	5,091	9,760	(1.8)	90,972	3.6	0.4	11.2	0.7	16.1	7.8
2024E	9,115	5,336	10,230	4.8	98,195	3.4	0.4	10.8	0.7	16.8	8.4

그림135 NIM 추이



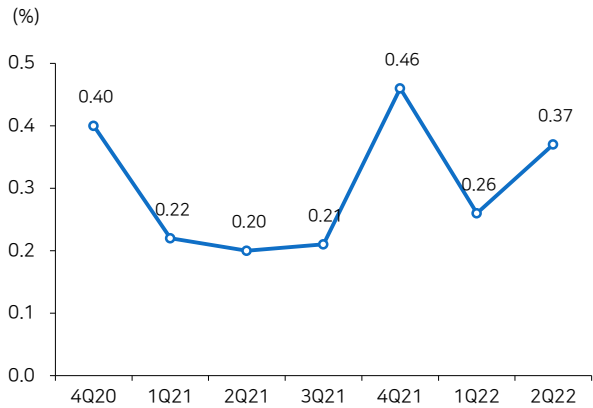
자료: 신한지주, 메리츠증권 리서치센터

표42 대출성장률 추이

(% QoQ)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
가계	(0.2)	1.3	4.2	(0.8)	(1.1)
주택담보	0.2	1.8	6.2	2.7	0.2
가계일반	(0.5)	1.0	2.8	(3.5)	(2.1)
기업대출	3.5	2.2	1.4	1.9	4.0
대기업	0.2	(1.9)	(1.8)	1.8	9.2
중소기업	4.0	2.9	1.9	1.9	3.2
총대출	1.6	1.7	2.8	0.5	1.5

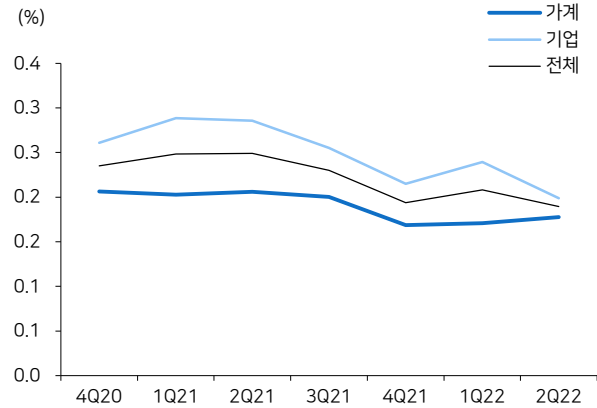
자료: 신한지주, 메리츠증권 리서치센터

그림136 대손비용률 추이



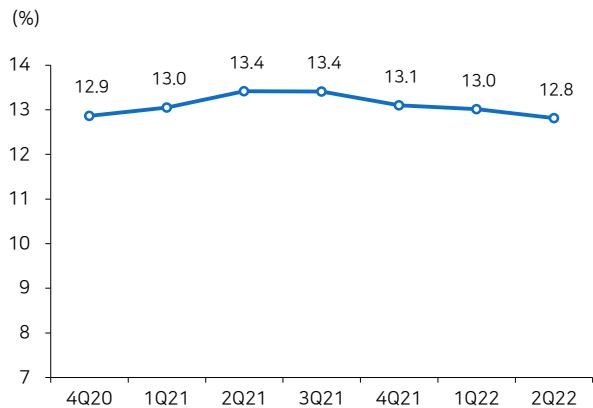
자료: 신한지주, 메리츠증권 리서치센터

그림137 연체율 추이



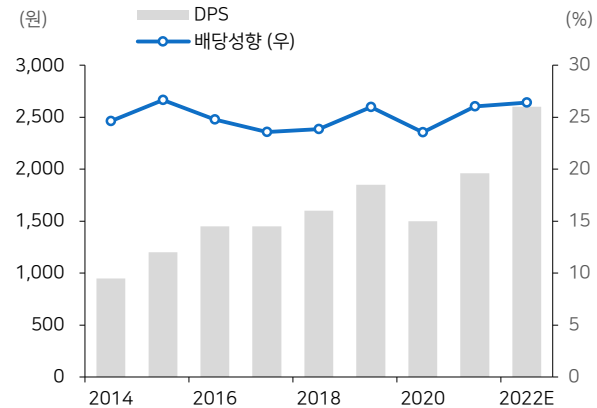
자료: 신한지주, 메리츠증권 리서치센터

그림138 자본비율 추이



자료: 신한지주, 메리츠증권 리서치센터

그림139 배당 추이 및 전망



자료: 신한지주, 메리츠증권 리서치센터

표43 신한지주 Valuation

	단위	값	비고
12M Fwd ROE	%	11.2	
Cost of Equity	%	9.7	
Eternal Growth	%	0	은행업 저성장 고려
할증/할인	%	(55)	코로나19 당시 은행주 할인율 65% + 이익 안정성 프리미엄 반영
Target PBR	배	0.52	
12M Fwd BPS	원	89,377	
적정주가	원	47,000	
현재가(10/11)	원	34,650	
Upside Potential	%	35.6	

자료: 신한지주, 메리츠증권 리서치센터

표44 신한지주 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	FY21	FY22E	FY23E
이자이익	2,556	2,674	2,725	2,813	2,909	3,107	3,169	10,769	12,385	13,116
수수료이익	681	723	614	657	744	695	692	2,675	2,828	2,791
기타이익	(100)	(199)	(207)	(232)	(190)	(330)	(325)	(738)	(1,186)	(1,134)
총영업이익	3,138	3,199	3,132	3,239	3,463	3,472	3,536	12,707	14,027	14,773
판관비	(1,279)	(1,357)	(1,296)	(1,811)	(1,324)	(1,392)	(1,378)	(5,743)	(5,738)	(5,888)
총진영업이익	1,859	1,842	1,835	1,428	2,138	2,080	2,158	6,963	8,290	8,885
총당금전입액	(176)	(148)	(232)	(455)	(232)	(331)	(319)	(1,011)	(1,375)	(1,551)
영업이익	1,682	1,694	1,604	972	1,906	1,749	1,839	5,952	6,914	7,334
영업외손익	(37)	36	(59)	(307)	25	63	320	(368)	285	(204)
세전이익	1,645	1,729	1,544	665	1,931	1,813	2,160	5,584	7,199	7,130
법인세	(427)	(451)	(403)	(190)	(510)	(473)	(594)	(1,471)	(1,933)	(1,961)
당기순이익	1,218	1,278	1,142	475	1,421	1,340	1,566	4,113	5,265	5,169
지배주주	1,192	1,252	1,116	460	1,400	1,320	1,546	4,019	5,187	5,091
비지배주주	26	26	26	15	20	19	19	93	79	78

자료: 신한지주, 메리츠증권 리서치센터

신한지주 (055550)

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
현금 및 예치금	33,662	28,571	31,290	32,578	33,930
유가증권	167,579	178,945	186,985	191,241	195,919
대출채권	363,865	396,641	415,980	437,590	460,788
이자부자산	565,107	604,158	634,256	661,359	690,530
고정자산	6,663	6,907	4,057	4,245	4,448
기타자산	33,464	37,087	48,986	48,394	48,213
자산총계	605,234	648,152	687,299	713,999	743,191
예수금	326,956	365,478	378,631	398,266	419,050
차입금	41,594	43,167	51,069	52,355	53,685
사채	75,134	80,149	81,790	83,814	85,921
이자부부채	507,265	552,963	566,546	590,044	614,823
기타부채	51,612	45,651	69,045	68,599	69,306
부채총계	558,877	598,614	635,591	658,642	684,129
자본금	2,970	2,970	2,970	2,970	2,970
자본잉여금	12,235	12,095	12,095	12,095	12,095
이익잉여금	27,777	30,541	34,132	37,858	41,642
자본조정	(688)	(664)	(578)	(578)	(578)
기타포괄손익누계액	(404)	(985)	(3,154)	(3,154)	(3,154)
소수주주지분	2,287	2,247	2,310	2,232	2,154
자본총계	46,357	49,538	51,708	55,356	59,062

Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
자산건전성 (%)					
고정이하여신/총여신	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
요주의이하여신/총여신	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
대손충당금/고정이하여신	160.6	215.8	245.2	268.2	279.1
대손충당금/요주의이하여신	73.9	80.6	90.8	99.3	103.2
대손충당금/총여신	0.9	0.8	1.0	1.1	1.1
순상각/고정이하여신	50.6	61.7	44.2	57.3	42.6
순상각/총여신	0.9	0.8	1.0	1.1	1.1
대손충당금 적립액/총여신	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3
주당지표 (원)					
EPS	6,858	7,705	9,943	9,760	10,230
BPS	81,468	81,880	83,856	90,972	98,195
DPS	1,500	1,960	2,600	2,700	2,900
배당성향 (%)	22.7	25.9	26.4	27.4	27.9

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
이자수익	14,774	14,724	18,147	19,578	20,026
이자비용	(4,891)	(3,955)	(5,762)	(6,463)	(7,007)
순이자수익	9,883	10,769	12,385	13,116	13,019
대손충당금	(1,341)	(1,011)	(1,375)	(1,551)	(1,191)
총당금적립후순이자수익	8,541	9,758	11,009	11,565	11,828
수수료수익	2,383	2,675	2,828	2,791	2,839
기타비이자이익합계	(782)	(738)	(1,186)	(1,134)	(1,156)
총이익	10,142	11,695	12,652	13,222	13,511
판매관리비	(5,212)	(5,743)	(5,738)	(5,888)	(5,825)
영업이익	4,930	5,952	6,914	7,334	7,686
기타영업외이익	(176)	(368)	285	(204)	(218)
법인세차감전순이익	4,754	5,584	7,199	7,130	7,468
법인세	(1,256)	(1,471)	(1,933)	(1,961)	(2,054)
당기순이익	3,498	4,113	5,265	5,169	5,414
소수주주지분	(83)	(93)	(79)	(78)	(78)
지배주주지분 순이익	3,415	4,019	5,187	5,091	5,336
총당금적립전영업이익	6,493	7,195	8,501	9,108	9,115

Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Valuation					
PBR (배)	4.7	4.8	3.5	3.6	3.4
PER (배)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
배당수익률	4.7	5.3	7.5	7.8	8.4
재무비율					
ROA	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
ROE	8.9	9.7	12.0	11.2	10.8
대출금성장률	10.6	9.0	3.2	5.3	5.3
예수금성장률	10.4	11.8	3.5	5.3	5.3
자산성장률	9.6	7.1	6.0	3.9	4.1
대출금/예수금	113.4	114.6	117.4	117.4	117.4
순이자마진	1.37	1.41	1.63	1.73	1.66
손익분기이자마진	1.68	1.72	1.78	1.89	1.97
비용/이익	47.1	46.0	39.5	36.4	34.6
자본적정성					
BIS Ratio	15.7	16.2	16.5	17.2	17.9
Tier 1 Ratio	14.4	14.9	15.4	16.1	16.8
Tier 2 Ratio	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
단순자기자본비율	7.7	7.6	7.5	7.8	7.9

Industry Indepth
2022. 10. 12

하나금융지주 086790

업종 내 가장 높은 자본비율

▲ 은행

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 50,000원
- ✓ 3Q22E 원/달러 환율 상승으로 외화환산손실 1,300억원 추정
- ✓ 환 노출 규모 감소 고려 시 향후 외화환산손익 변동폭 축소될 것으로 전망
- ✓ 시중은행 중 가장 높은 자본비율 (2Q22 CET-1비율 13.2%) 보유
- ✓ 적극적인 주주환원 정책 이행할 수 있는 여력 확보

Buy (신규)

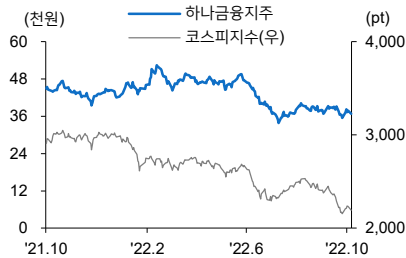
적정주가 (12개월) 50,000 원
현재주가 (10.11) 36,850 원
상승여력 35.7%

KOSPI	2,192.07pt
시가총액	109,040억원
발행주식수	29,590만주
유동주식비율	89.26%
외국인비중	71.29%
52주 최고/최저가	52,400원/33,850원
평균거래대금	498.1억원

주요주주(%)	
국민연금공단	8.40
BlackRock Fund Advisors 외 12 인	6.19

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.4	-21.6	-17.4
상대주가	8.3	-3.7	11.4

주가그래프



3Q22 Earnings Preview

하나금융 3Q 지배주주순이익은 9,370 억원 (+0.9% YoY, +13.6% QoQ)으로 컨센서스를 하회할 것으로 예상된다. 타행과 마찬가지로 3Q 중 NIM이 전분기대비 3bp 개선되는 등 이자이익의 증가세는 여전히 지속될 것으로 예상된다. 다만 원/달러 환율이 전분기대비 132 원 증가한 것을 고려 시, 외화환산손실 1,300 억원 가량을 인식 할 것으로 추정된다.

가장 높은 자본비율에 초점 필요

현재 원/달러 환율이 1,400 원대를 기록하고 있다. 이러한 환경은 외화환산손익을 인식하고 있는 동사에게 당면 불리하게 작용하고 있다. 다만 환 노출 규모가 2021년 말 18.5 억 달러에서 현재 약 10 억 달러로 빠르게 줄어들고 있다. 이러한 추세를 감안할 시, 추후 환율로 인한 외화환산손익 변동폭은 점차 축소될 것으로 전망한다.

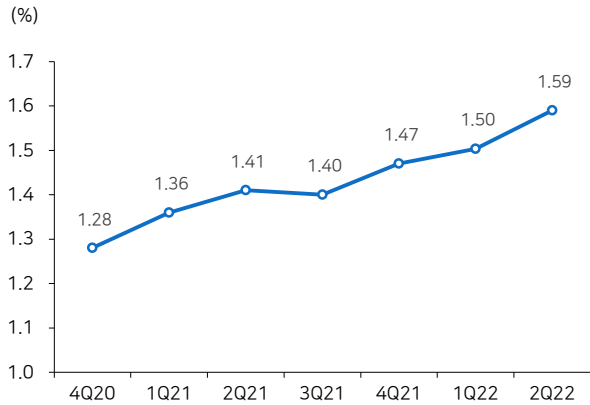
한편 동사는 업종 내 가장 높은 자본비율 (2Q22 CET-1 비율 13.2%)을 보유하고 있다. 이는 1) 경기 침체 시 손실흡수능력이 가장 높다는 것과 함께, 2) 적극적인 주주환원 정책을 이행할 수 있음을 의미한다. 동사는 지난 4 월 1,500 억원 규모의 자사주 소각을 진행에 이어, 내년 분기 배당을 실시할 예정이다. 추후 자본비율 우위를 활용하여 이러한 행보를 지속할 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 적정주가 50,000원으로 커버리지 개시

투자의견 BUY와 적정주가 50,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd BPS 117,432 원에 Target PBR 0.43 배를 적용하였다. Target PBR는 12m Fwd ROE 11.0%, COE 10.3%, 할인율 60% (경기 악화 구간 은행업 할인율 및 업종 가장 높은 자본비율 프리미엄 반영)를 적용하였다

(십억원)	총전영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	Tier-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2020	4,902	2,637	8,784	10.3	95,071	3.9	0.4	9.4	0.6	12.8	5.4
2021	5,361	3,526	11,744	33.7	104,216	3.6	0.4	11.7	0.7	15.3	7.2
2022E	5,663	3,495	11,641	(0.9)	110,526	3.2	0.3	10.8	0.7	15.5	8.4
2023E	6,506	3,813	12,700	9.1	119,979	2.9	0.3	11.0	0.7	16.8	9.2
2024E	6,437	3,905	13,007	2.4	129,237	2.8	0.3	10.4	0.7	18.0	10.0

그림140 NIM 추이



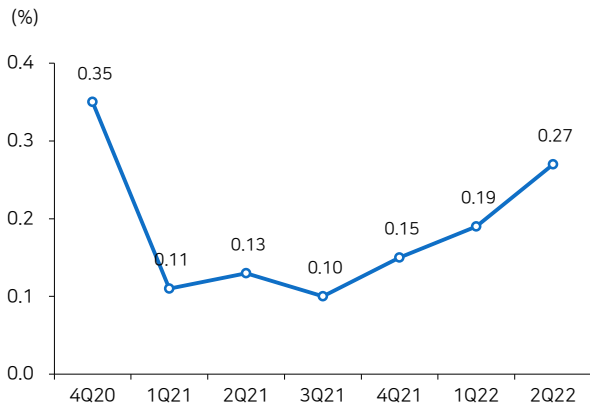
자료: 하나금융, 메리츠증권 리서치센터

표45 대출성장률 추이

(% QoQ)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
가계	1.6	1.7	(1.2)	0.1	(0.5)
주택담보	1.4	1.4	(1.2)	1.0	(0.2)
가계일반	3.0	3.0	(0.8)	(4.2)	(1.6)
기업대출	2.2	2.8	3.2	2.3	4.5
대기업	(4.9)	3.9	0.8	1.4	8.3
중소기업	3.3	2.7	2.9	3.0	3.0
총대출	1.9	2.2	0.9	1.2	2.0

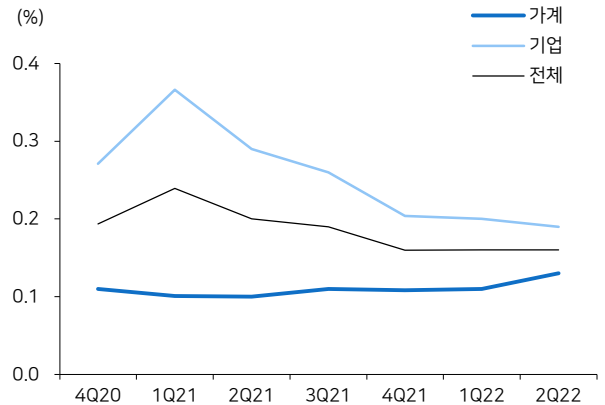
자료: 하나금융, 메리츠증권 리서치센터

그림141 대손비용률 추이



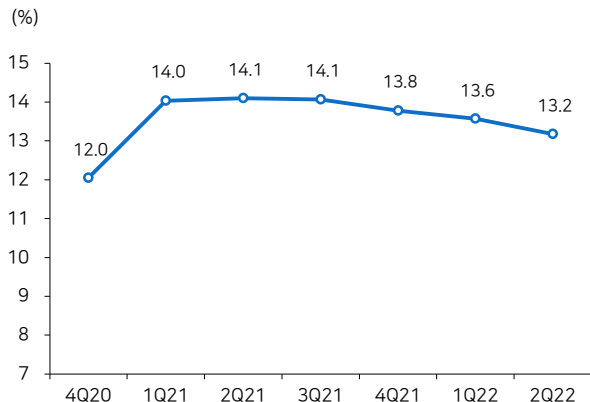
자료: 하나금융, 메리츠증권 리서치센터

그림142 연체율 추이



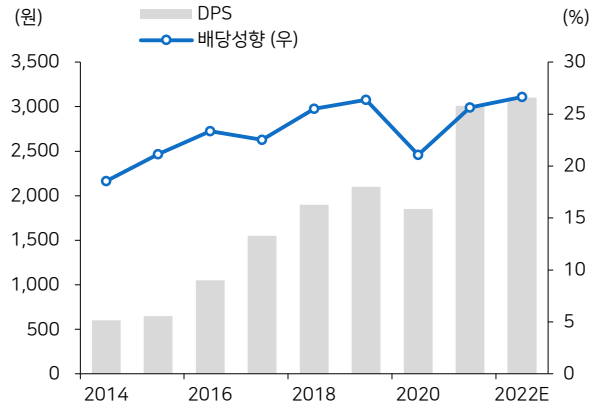
자료: 하나금융, 메리츠증권 리서치센터

그림143 자본비율 추이



자료: 하나금융, 메리츠증권 리서치센터

그림144 배당 추이 및 전망



자료: 하나금융, 메리츠증권 리서치센터

표46 하나금융지주 Valuation

	단위	값 비교
12M Fwd ROE	%	11.0
Cost of Equity	%	10.3
Eternal Growth	%	0 은행업 저성장 고려
할증/할인	%	(60) 코로나19 당시 은행주 할인율 65% + 업종 가장 높은 자본비율 프리미엄 반영
Target PBR	배	0.43
12M Fwd BPS	원	117,432
적정주가	원	50,000
현재가(10/11)	원	36,850
Upside Potential	%	35.7

자료: 하나금융지주, 메리츠증권 리서치센터

표47 하나금융지주 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	FY21	FY22E	FY23E
이자이익	1,723	1,827	1,882	2,005	2,018	2,175	2,241	7,437	8,710	9,366
수수료이익	591	610	582	(41)	439	479	446	1,742	1,812	1,730
기타이익	(126)	(39)	(256)	458	24	(317)	(221)	38	(603)	(464)
총영업이익	2,188	2,398	2,208	2,422	2,481	2,337	2,466	9,217	9,918	10,631
판관비	(1,020)	(995)	(989)	(1,047)	(1,255)	(956)	(1,005)	(4,050)	(4,446)	(4,316)
총전영업이익	1,167	1,404	1,220	1,375	1,226	1,381	1,461	5,166	5,472	6,315
총당금전입액	(90)	(119)	(72)	(254)	(124)	(239)	(163)	(535)	(791)	(1,082)
영업이익	1,077	1,285	1,148	1,121	1,102	1,142	1,297	4,631	4,682	5,234
영업외손익	83	14	128	49	117	32	8	274	176	77
세전이익	1,160	1,299	1,276	1,170	1,219	1,174	1,306	4,905	4,857	5,311
법인세	(308)	(366)	(334)	(315)	(304)	(327)	(359)	(1,323)	(1,308)	(1,461)
당기순이익	852	933	942	855	915	848	947	3,582	3,549	3,850
지배주주	836	917	929	844	902	825	937	3,526	3,495	3,813
비지배주주	16	16	13	10	12	23	9	56	54	37

자료: 하나금융지주, 메리츠증권 리서치센터

하나금융지주 (086790)

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
현금 및 예치금	27,530	31,407	42,767	44,724	46,778
유가증권	95,871	99,587	118,238	124,522	131,184
대출채권	313,421	342,662	354,841	367,702	382,060
이자부자산	437,134	474,130	515,276	536,331	559,355
고정자산	5,448	5,870	7,104	7,510	7,943
기타자산	18,365	22,445	33,938	35,605	37,364
자산총계	460,947	502,445	556,318	579,447	604,661
예수금	295,835	325,345	346,003	357,729	370,705
차입금	26,494	30,735	38,825	40,943	43,192
사채	48,762	54,476	57,830	61,137	64,658
이자부부채	378,728	419,623	452,297	470,110	489,566
기타부채	50,619	47,323	65,915	67,469	69,365
부채총계	429,347	466,946	518,272	538,586	561,044
자본금	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501
자본잉여금	10,580	10,577	10,576	10,576	10,576
이익잉여금	17,942	20,824	23,181	26,033	28,827
자본조정	(315)	(316)	(166)	(166)	(166)
기타포괄손익누계액	(1,002)	(994)	(1,634)	(1,634)	(1,634)
소수주주지분	887	1,281	1,293	1,255	1,218
자본총계	31,600	35,499	38,046	40,861	43,617

Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
자산건전성 (%)					
고정이하여신/총여신	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
요주의이하여신/총여신	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
대손충당금/고정이하여신	383.0	494.0	612.7	634.5	641.6
대손충당금/요주의이하여신	142.7	158.9	192.1	199.0	201.2
대손충당금/총여신	1.3	1.3	1.5	1.5	1.5
순상각/고정이하여신	33.3	30.3	25.9	41.5	60.1
순상각/총여신	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
대손충당금 적립액/총여신	0.2	0.0	0.1	0.2	0.1
주당지표 (원)					
EPS	8,784	11,744	11,641	12,700	13,007
BPS	95,071	104,216	110,526	119,979	129,237
DPS	1,850	3,010	3,100	3,400	3,700
배당성향 (%)	21.1	25.6	26.6	27.1	28.1

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
이자수익	10,705	10,867	13,825	14,970	15,276
이자비용	(4,265)	(3,430)	(5,115)	(5,605)	(5,860)
순이자수익	6,440	7,437	8,710	9,366	9,416
대손충당금	(864)	(535)	(791)	(1,082)	(885)
충당금적립후순이자수익	5,576	6,902	7,919	8,284	8,531
수수료수익	1,534	1,742	1,812	1,730	1,812
기타비이자이익합계	644	38	(603)	(464)	(512)
총이익	7,754	8,682	9,127	9,550	9,830
판매관리비	(3,918)	(4,050)	(4,446)	(4,316)	(4,477)
영업이익	3,836	4,631	4,682	5,234	5,353
기타영업외이익	(107)	274	176	77	85
법인세차감전순이익	3,729	4,905	4,857	5,311	5,438
법인세	(1,044)	(1,323)	(1,308)	(1,461)	(1,495)
당기순이익	2,685	3,582	3,549	3,850	3,943
소수주주지분	(48)	(56)	(54)	(37)	(37)
지배주주지분 순이익	2,637	3,526	3,495	3,813	3,905
충당금적립전영업이익	4,902	5,361	5,663	6,506	6,437

Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Valuation					
PBR (배)	3.9	3.6	3.2	2.9	2.8
PER (배)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
배당수익률	5.4	7.2	8.4	9.2	10.0
재무비율					
ROA	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	9.4	11.7	10.8	11.0	10.4
대출금성장률	11.1	8.5	5.3	3.6	3.9
예수금성장률	8.7	6.9	4.3	3.4	3.6
자산성장률	9.4	9.0	10.7	4.2	4.4
대출금/예수금	97.4	97.7	98.3	98.3	98.3
순이자마진	1.3	1.4	1.6	1.7	1.6
손익분기이자마진	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
비용/이익	45.5	43.9	44.8	40.6	41.8
자본적정성					
BIS Ratio	14.7	17.2	17.7	18.9	20.1
Tier 1 Ratio	12.8	15.3	15.5	16.8	18.0
Tier 2 Ratio	1.9	1.9	2.2	2.1	2.1
단순자기자본비율	6.8	6.7	6.5	7.0	7.5

Industry Indepth
2022. 10. 12

우리금융지주 316140

날개를 달아줄 M&A 를 향해

▲ 은행

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

- ✓ 투자이견 Buy, 적정주가 15,000원
- ✓ 3Q22E 전분기대비 소폭 둔화된 이자이익 흐름세 전망
- ✓ 저평가 요인으로 작용했던 오버행 리스크 대부분 해소된 상황
- ✓ 그러나 시중은행 대비 낮은 자본비율로 인한 부담 고려 필요
- ✓ 향후 비은행 부문 M&A를 통한 사업다각화가 주요 관건으로 판단

Buy (신규)

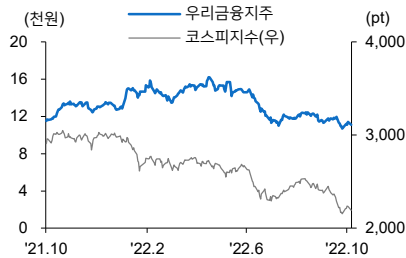
적정주가 (12개월) 15,000 원
현재주가 (10.11) 11,100 원
상승여력 35.1%

KOSPI	2,192.07pt
시가총액	80,815억원
발행주식수	72,806만주
유동주식비율	88.52%
외국인비중	40.39%
52주 최고/최저가	16,200원/10,700원
평균거래대금	260.8억원

주요주주(%)	
우리은행우리사주 외 1인	9.82
국민연금공단	7.86
노비스1호유한회사	5.57

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.2	-28.2	-4.3
상대주가	6.4	-11.7	29.1

주가그래프



3Q22 Earnings Preview

우리금융 3Q 지배주주순이익은 8,580 억원 (+10.2% YoY, -7.0% QoQ)으로 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 추정한다. 이는 1) 시중은행과는 달리 비은행 부문 실적 부진에 노출되어 있지 않으나, 2) 조달금리 상승으로 3Q 중 NIM은 전분기대비 3bp 개선(vs 2Q22 +9bp QoQ)될 것으로 추정되며, 3) 원화대출 성장을 또한 2Q의 1.3%를 하회할 가능성이 높기 때문이다.

저평가 요인은 대부분 해소되었으나 자본비율 고려 필요

이자이익 중심 실적 개선세가 타행대비 상대적으로 뚜렷하다. (1H22 ROE 13.4% vs 3대 금융지주 평균 11.6%) 이익 창출 여력 대비 저평가 요인으로는 오버행 리스크를 들 수 있다. 이는 현재 대부분 해소된 것으로 판단한다. 현 예금보험공사의 우리금융 잔여지분은 1.29%인 가운데, 공자위의 로드맵 상 올해 안으로 완료될 예정이다.

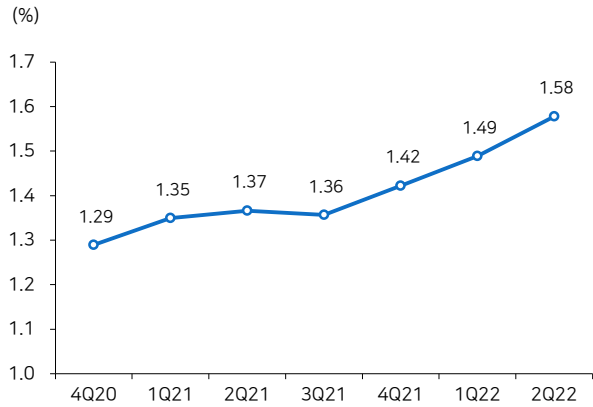
다만 동사는 시중은행 대비 낮은 자본비율(2022 CET-1 비율 11.0% vs 규제비율 10.5%)을 보유하고 있다. 사업 구조 특성 상 비은행 부문 역량 강화가 필요한 만큼 자본 확충에 방점을 둘 것으로 예상된다. 동사는 2Q22 실적 컨퍼런스 콜에서 자사 주 매입보다는 비은행 M&A에 집중할 계획을 발표한 바 있다.

투자이견 Buy, 적정주가 15,000원으로 커버리지 개시

투자이견 BUY와 적정주가 15,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd BPS 36,619 원에 Target PBR 0.41 배를 적용하였다. Target PBR는 12m Fwd ROE 12.3%, COE 10.4%, 할인율 65% (경기 악화 구간 은행업 할인율)를 적용하였다

(십억원)	총전영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	Tier-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2020	3,051	1,307	1,810	(30.2)	28,375	5.4	0.3	6.5	0.3	11.8	3.7
2021	4,394	2,588	3,555	96.4	31,439	3.6	0.4	11.9	0.6	13.3	7.1
2022E	5,554	3,081	4,232	19.0	34,266	2.6	0.3	12.9	0.7	13.1	9.8
2023E	5,956	3,184	4,374	3.4	37,112	2.5	0.3	12.3	0.6	13.8	10.4
2024E	6,105	3,279	4,503	3.0	40,028	2.5	0.3	11.7	0.6	14.3	11.1

그림145 NIM 추이



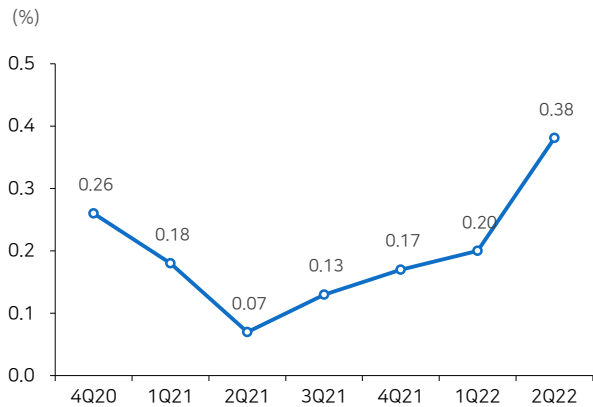
자료: 우리금융, 메리츠증권 리서치센터

표48 대출성장률 추이

(% QoQ)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
가계	0.2	1.9	2.3	(0.9)	(0.7)
주택담보	3.6	1.9	0.2	(3.9)	6.0
가계일반	(0.8)	1.9	3.0	0.1	(2.8)
기업대출	3.0	3.5	(0.2)	2.8	3.0
대기업	(0.9)	0.3	(6.4)	5.0	6.3
중소기업	3.6	4.1	0.8	2.4	2.5
총대출	1.5	2.7	1.1	0.8	1.3

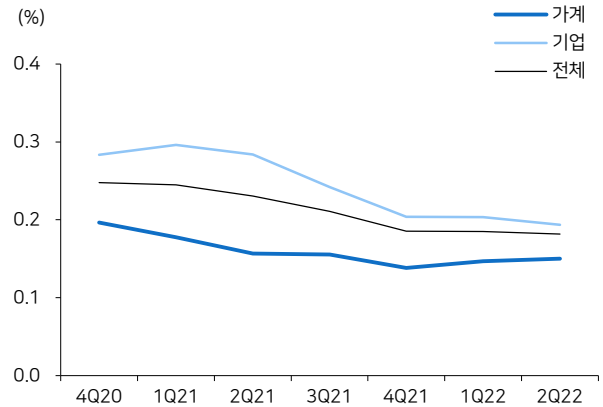
자료: 우리금융, 메리츠증권 리서치센터

그림146 대손비용률 추이



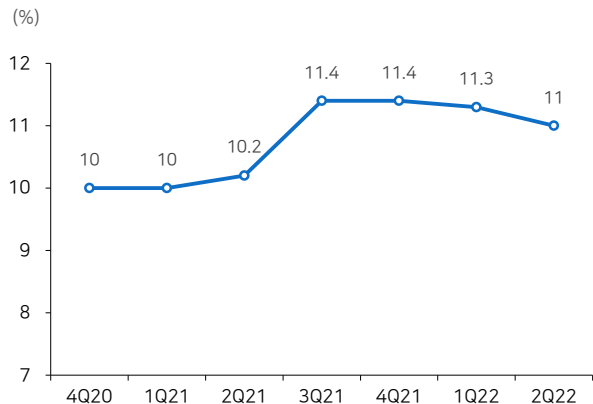
자료: 우리금융, 메리츠증권 리서치센터

그림147 연체율 추이



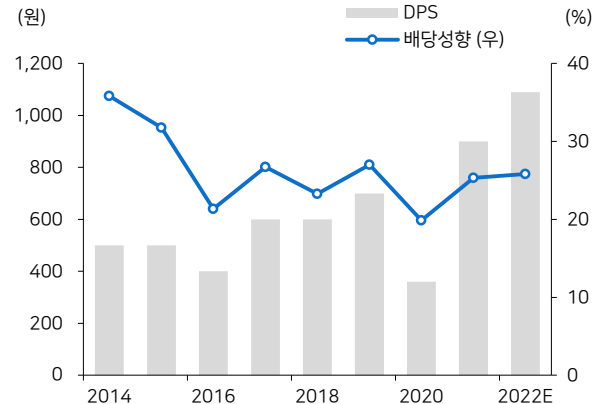
자료: 우리금융, 메리츠증권 리서치센터

그림148 자본비율 추이



자료: 우리금융, 메리츠증권 리서치센터

그림149 배당 추이 및 전망



자료: 우리금융, 메리츠증권 리서치센터

표49 우리금융지주 Valuation

	단위	값 비교
12M Fwd ROE	%	12.3
Cost of Equity	%	10.4
Eternal Growth	%	0 은행 저성장 고려
할증/할인	%	(65) 코로나19 당시 은행주 할인을 65%
Target PBR	배	0.41
12M Fwd BPS	원	36,619
적정주가	원	15,000
현재가(10/11)	원	11,100
Upside Potential	%	35.1

자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

표50 우리금융지주 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	FY21	FY22E	FY23E
이자이익	1,620	1,703	1,766	1,897	1,988	2,116	2,166	6,986	8,485	9,240
수수료이익	308	323	319	305	338	369	289	1,255	1,263	1,162
기타이익	61	46	49	(36)	43	19	(6)	119	(6)	(148)
총영업이익	1,988	2,072	2,134	2,165	2,369	2,504	2,450	8,359	9,743	10,254
판관비	(918)	(938)	(937)	(1,355)	(976)	(981)	(991)	(4,147)	(4,359)	(4,475)
총전영업이익	1,071	1,134	1,197	810	1,393	1,523	1,459	4,212	5,384	5,779
총당금전입액	(137)	(84)	(105)	(226)	(165)	(319)	(225)	(552)	(1,027)	(1,173)
영업이익	934	1,050	1,092	584	1,228	1,204	1,234	3,660	4,356	4,606
영업외손익	8	26	43	12	(63)	99	20	89	77	83
세전이익	942	1,076	1,135	597	1,165	1,303	1,255	3,749	4,433	4,689
법인세	(223)	(258)	(311)	(151)	(293)	(316)	(345)	(942)	(1,149)	(1,290)
당기순이익	719	818	824	446	872	987	910	2,807	3,284	3,400
지배주주	667	753	778	390	839	923	858	2,588	3,081	3,184
비지배주주	52	66	46	56	33	64	52	219	203	215

자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

우리금융지주 (316140)

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
현금 및 예치금	19,903	23,545	40,202	41,892	43,655
유가증권	61,088	68,971	77,203	80,359	83,644
대출채권	306,550	340,390	353,401	369,453	387,855
이자부자산	387,541	432,905	470,806	491,704	515,155
고정자산	3,126	3,126	3,165	3,245	3,327
기타자산	8,415	11,153	15,716	16,232	16,767
자산총계	399,081	447,184	489,687	511,182	535,248
예수금	291,500	317,940	340,937	355,370	372,074
차입금	20,745	24,755	32,128	33,676	35,307
사채	37,479	44,654	48,156	50,963	53,954
이자부부채	349,725	387,350	421,221	440,009	461,335
기타부채	22,630	30,984	37,898	38,508	39,102
부채총계	372,355	418,334	459,119	478,517	500,436
자본금	3,611	3,640	3,640	3,640	3,640
자본잉여금	626	682	682	682	682
이익잉여금	19,268	21,393	23,750	26,141	28,582
자본조정	(1,775)	(1,751)	(1,934)	(2,234)	(2,534)
기타포괄손익누계액	(572)	(417)	(646)	(646)	(646)
소수주주지분	3,672	3,008	2,483	2,488	2,494
자본총계	26,726	28,850	30,568	32,665	34,812

Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
자산건전성 (%)					
고정이하여신/총여신	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
요주의이하여신/총여신	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
대손충당금/고정이하여신	190.6	275.5	289.2	368.7	436.4
대손충당금/요주의이하여신	71.1	78.9	82.8	105.6	124.9
대손충당금/총여신	0.8	0.8	0.8	1.0	1.1
순상각/고정이하여신	36.5	41.3	35.5	63.1	74.1
순상각/총여신	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
대손충당금 적립액/총여신	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
주당지표 (원)					
EPS	1,810	3,555	4,232	4,374	4,503
BPS	28,375	31,439	34,266	37,112	40,028
DPS	360	900	1,090	1,150	1,230
배당성향 (%)	19.9	25.3	25.8	26.3	27.3

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
이자수익	9,524	9,895	13,020	14,255	14,548
이자비용	(3,525)	(2,909)	(4,534)	(5,015)	(5,264)
순이자수익	5,999	6,986	8,485	9,240	9,284
대손충당금	(792)	(552)	(1,027)	(1,173)	(1,205)
총당금적립후순이자수익	5,206	6,434	7,458	8,067	8,079
수수료수익	853	1,255	1,263	1,162	1,331
기타비이자이익합계	(23)	119	(6)	(148)	(82)
총이익	6,037	7,807	8,716	9,082	9,328
판매관리비	(3,956)	(4,147)	(4,359)	(4,475)	(4,612)
영업이익	2,080	3,660	4,356	4,606	4,716
기타영업외이익	(79)	89	77	83	86
법인세차감전순이익	2,001	3,749	4,433	4,689	4,801
법인세	(486)	(942)	(1,149)	(1,290)	(1,320)
당기순이익	1,515	2,807	3,284	3,400	3,481
소수주주지분	(208)	(219)	(203)	(215)	(202)
지배주주지분 순이익	1,307	2,588	3,081	3,184	3,279
총당금적립전영업이익	3,051	4,394	5,554	5,956	6,105

Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Valuation					
PBR (배)	5.4	3.6	2.6	2.5	2.5
PER (배)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
배당수익률	3.7	7.1	9.8	10.4	11.1
재무비율					
ROA	0.3	0.6	0.7	0.6	0.6
ROE	6.5	11.9	12.9	12.3	11.7
대출금성장률	9.8	8.2	3.8	4.2	4.7
예수금성장률	9.4	9.1	7.3	4.2	4.7
자산성장률	7.5	11.1	8.9	4.1	4.4
대출금/예수금	94.8	96.3	95.2	95.2	95.2
순이자마진	1.41	1.38	1.58	1.69	1.62
손익분기이자마진	0.95	0.84	0.83	0.82	0.81
비용/이익	57.9	49.6	44.7	43.6	43.8
자본적정성					
BIS Ratio	13.8	15.1	14.7	15.2	15.7
Tier 1 Ratio	11.8	13.3	13.1	13.8	14.3
Tier 2 Ratio	2.1	1.8	1.5	1.5	1.4
단순자기자본비율	6.7	6.5	6.2	6.4	6.5

Industry Indepth
2022. 10. 12

기업은행 024110

NIM 개선 여력 충분

▲ 은행

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 13,000원
- ✓ 3Q22E 타행 대비 높은 NIM 개선세 시현할 것으로 전망
- ✓ 초저금리 대출 리프라이싱 효과가 남아있다는 점에서 NIM 개선세 확보
- ✓ 다만 중소기업 대출 중심으로 구성된 포트폴리오로 인한 부담 존재
- ✓ 향후 관건은 안정적인 실적 창출 여력 확인으로 판단

Buy (신규)

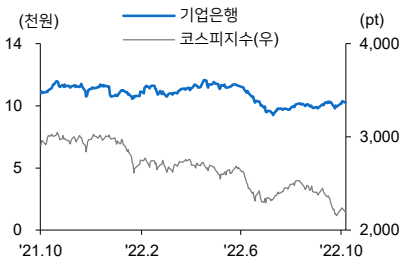
적정주가 (12개월) 13,000 원
현재주가 (10.11) 9,840 원
상승여력 32.1%

KOSPI	2,192.07pt
시가총액	73,239억원
발행주식수	74,430만주
유동주식비율	36.15%
외국인비중	13.49%
52주 최고/최저가	11,600원/8,880원
평균거래대금	81.5억원

주요주주(%)	
대한민국정부(기획재정부)	63.74
국민연금공단	5.75

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.1	-12.5	-7.2
상대주가	13.3	7.5	25.2

주가그래프



3Q22 Earnings Preview

기업은행 3Q 지배주주순이익은 7,120 억원 (+17.1% YoY, +26.0% % QoQ)로 컨센서스를 상회할 것으로 추정한다. 3Q 중 NIM은 전분기 대비 10bp로 타행 대비 높은 수준으로 개선될 것으로 예상된다. 이는 기업은행과 연동이 높은 코리보 금리가 9월말 기준 2Q 대비 86bp 상승하는 등 기준금리보다 큰 폭으로 인상한 것에 기인한다. 다만 환차손 600 억원 가량을 인식 할 것으로 추정된다.

NIM 개선 여력은 충분하나, 불확실성 요인들도 존재

은행들은 가계대출 규제 하 기업대출 중심 성장을 꾀하고 있다. 동사의 경우 대출 포트폴리오 특성 상 이에 대한 타격이 적다. 또한 타행 대비 NIM 개선 여력도 남은 것으로 판단된다. 2020년 취급한 초저금리 대출 7.8 조원의 만기가 3년으로, 내년 만기될 시 NIM이 6bp 가량 상승시킬 것으로 추정된다.

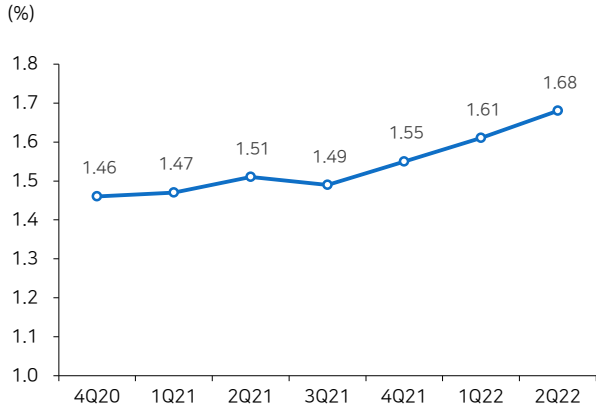
다만 1) 중소기업 대출 중심 포트폴리오 고려 시 경기에 민감한 구조를 지니고 있으며, 2) 상대적으로 대손충당금 추가 적립 규모가 클 수 밖에 없으며, 3) 국책은행 특성상 2020년과 같이 정책자금 공급에 따른 자본확충 가능성이 제기될 수 있다.

투자 의견 Buy, 적정주가 13,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 BUY와 적정주가 13,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd BPS 32,776 원에 Target PBR 0.40 배를 적용하였다. Target PBR는 12m Fwd ROE 10.6%, COE 9.3%, 할인율 65% (경기 악화 구간 은행업 할인율)를 적용하였다

(십억원)	총영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	Tier-1 비율 (%)	비율 (%)	배당수익률 (%)
2020	3,831	1,536	2,135	(16.4)	27,114	4.1	0.3	7.5	0.5	12.8		5.3
2021	4,212	2,412	3,031	41.9	29,342	3.4	0.3	10.8	0.6	13.0		8.8
2022E	4,887	2,578	3,233	6.7	30,976	3.0	0.3	10.7	0.6	13.6		8.6
2023E	5,380	2,729	3,423	5.9	33,558	2.9	0.3	10.6	0.6	13.8		9.3
2024E	5,376	2,909	3,636	6.2	36,276	2.7	0.3	10.4	0.6	13.9		10.1

그림150 NIM 추이



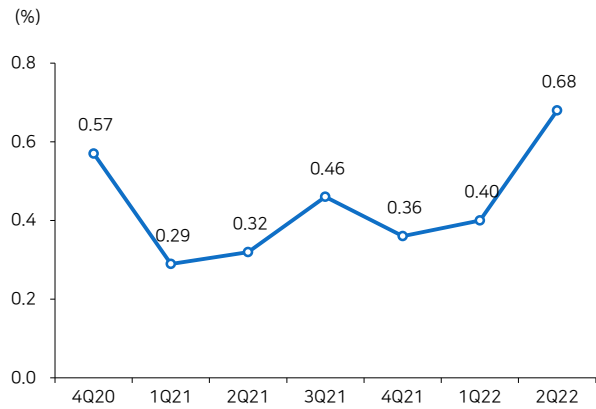
자료: 기업은행, 메리츠증권 리서치센터

표51 대출성장률 추이

(% QoQ)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
가계	(0.2)	3.2	0.2	(0.3)	(0.1)
주택담보	(1.1)	4.8	0.2	0.6	0.5
가계일반	1.1	0.8	0.2	(1.6)	(1.2)
기업대출	2.9	1.8	1.4	2.7	2.2
대기업	10.4	(6.3)	7.1	2.1	6.4
중소기업	2.6	2.1	1.2	2.7	2.1
총대출	2.4	2.1	1.2	2.2	1.8

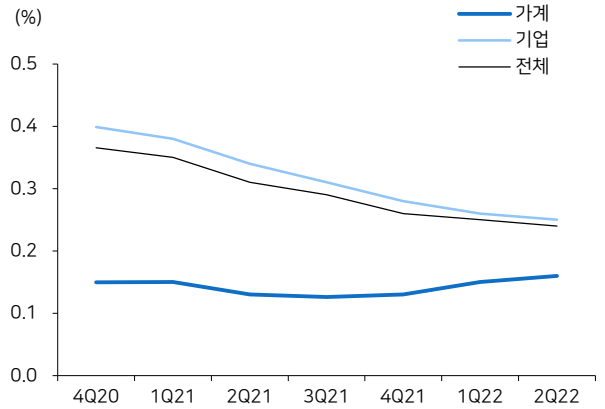
자료: 기업은행, 메리츠증권 리서치센터

그림151 대손비용률 추이



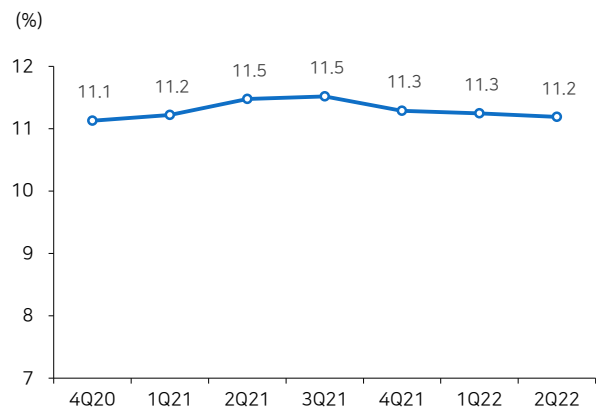
자료: 기업은행, 메리츠증권 리서치센터

그림152 연체율 추이



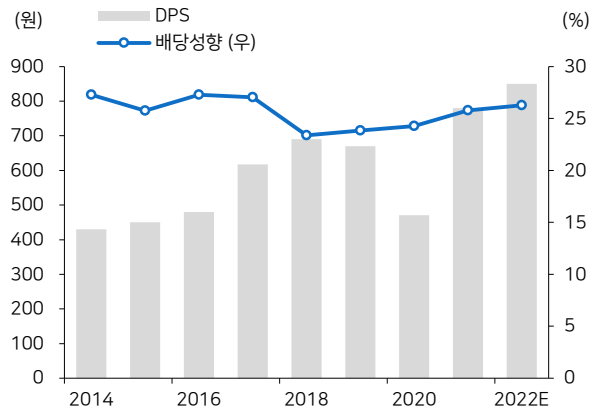
자료: 기업은행, 메리츠증권 리서치센터

그림153 자본비율 추이



자료: 기업은행, 메리츠증권 리서치센터

그림154 배당 추이 및 전망



자료: 기업은행, 메리츠증권 리서치센터

표52 기업은행 Valuation

	단위	값	비고
12M Fwd ROE	%	10.6	
Cost of Equity	%	9.3	
Eternal Growth	%	0	은행 저성장 고려
할증/할인	%	(65)	코로나19 당시 은행주 할인율 65%
Target PBR	배	0.40	
12M Fwd BPS	원	32,776	
적정주가	원	13,000	
현재가(10/11)	원	9,840	
Upside Potential	%	32.1	

자료: 기업은행, 메리츠증권 리서치센터

표53 기업은행 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	FY21	FY22E	FY23E
이자이익	1,443	1,509	1,542	1,634	1,669	1,781	1,876	6,128	7,211	7,865
수수료이익	154	160	157	160	131	166	167	632	634	635
기타이익	(18)	55	85	(77)	(0)	(29)	(75)	46	(182)	(183)
총영업이익	1,580	1,724	1,784	1,717	1,800	1,918	1,969	6,806	7,663	8,317
판관비	(593)	(664)	(685)	(656)	(661)	(705)	(746)	(2,599)	(2,812)	(2,974)
총전영업이익	987	1,060	1,099	1,061	1,139	1,213	1,223	4,207	4,851	5,343
총당금전입액	(206)	(238)	(283)	(248)	(288)	(471)	(288)	(975)	(1,450)	(1,689)
영업이익	780	822	816	813	851	742	935	3,231	3,401	3,654
영업외손익	27	28	22	10	17	10	49	87	93	121
세전이익	807	849	838	823	867	752	984	3,318	3,493	3,775
법인세	(215)	(227)	(226)	(224)	(208)	(186)	(271)	(892)	(909)	(1,038)
당기순이익	592	622	612	599	660	567	714	2,426	2,585	2,737
지배주주	589	619	608	596	658	565	712	2,412	2,578	2,729
비지배주주	3	3	4	3	2	2	2	13	7	7

자료: 기업은행, 메리츠증권 리서치센터

기업은행 (024110)

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
현금 및 예치금	13,189	19,851	24,877	25,887	26,938
유가증권	66,824	76,982	80,196	83,453	86,841
대출채권	274,291	292,076	305,923	326,024	347,584
이자부자산	354,303	388,909	410,997	435,363	461,364
고정자산	3,313	3,488	3,577	3,722	3,873
기타자산	4,001	5,675	7,950	8,273	8,608
자산총계	361,616	398,072	422,523	447,358	473,845
예수금	140,942	158,252	166,406	177,405	189,165
차입금	38,132	43,192	50,373	52,419	54,547
사채	131,215	143,615	150,548	156,661	163,022
이자부부채	310,289	345,058	377,523	397,355	418,325
기타부채	26,185	25,480	16,312	19,256	22,588
부채총계	336,474	370,538	393,835	416,611	440,912
자본금	4,183	4,211	4,211	4,211	4,211
신종자본증권	3,060	3,499	3,349	3,349	3,349
자본잉여금	1,145	1,172	1,173	1,173	1,173
이익잉여금	16,159	18,073	19,979	22,038	24,224
자본조정	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타포괄손익누계액	472	432	(171)	(171)	(171)
소수주주지분	124	146	148	148	148
자본총계	25,142	27,534	28,688	30,747	32,933

Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
자산건전성 (%)					
고정이하여신/총여신	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
요주의이하여신/총여신	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8
대손충당금/고정이하여신	204.2	247.4	271.1	284.4	295.1
대손충당금/요주의이하여신	89.1	100.7	107.6	112.9	117.1
대손충당금/총여신	2.2	2.1	2.2	2.2	2.1
순상각/고정이하여신	52.3	33.3	50.1	58.5	49.9
순상각/총여신	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4
대손충당금 적립액/총여신	0.7	0.4	0.5	0.6	0.4
주당지표 (원)					
EPS	2,135	3,031	3,233	3,423	3,636
BPS	27,114	29,342	30,976	33,558	36,276
DPS	471	780	850	920	990
배당성향 (%)	25.7	25.8	26.3	26.8	27.3

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
이자수익	8,654	8,689	11,121	12,217	12,540
이자비용	(3,039)	(2,561)	(3,910)	(4,351)	(4,581)
순이자수익	5,615	6,128	7,211	7,865	7,960
대손충당금	(1,657)	(975)	(1,450)	(1,689)	(1,451)
총당금적립후순이자수익	3,958	5,153	5,761	6,176	6,508
수수료수익	564	632	634	635	671
기타비이자이익합계	33	46	(182)	(183)	(185)
총이익	4,556	5,830	6,213	6,628	6,994
판매관리비	(2,430)	(2,599)	(2,812)	(2,974)	(3,107)
영업이익	2,126	3,231	3,401	3,654	3,887
기타영업외이익	(39)	87	93	121	136
법인세차감전순이익	2,087	3,318	3,493	3,775	4,023
법인세	(539)	(892)	(909)	(1,038)	(1,106)
당기순이익	1,548	2,426	2,585	2,737	2,917
소수주주지분	(12)	(13)	(7)	(7)	(8)
지배주주지분 순이익	1,536	2,412	2,578	2,729	2,909
총당금적립전영업이익	3,831	4,212	4,887	5,380	5,376

Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Valuation					
PBR (배)	4.1	3.4	3.0	2.9	2.7
PER (배)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
배당수익률	5.5	8.8	8.6	9.3	10.1
재무비율					
ROA	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	7.5	10.8	10.7	10.6	10.4
대출금성장률	12.2	6.5	6.9	6.6	6.6
예수금성장률	19.5	12.3	5.2	6.6	6.6
자산성장률	13.7	10.1	6.1	5.9	5.9
대출금/예수금	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
순이자마진	1.56	1.51	1.72	1.82	1.73
손익분기이자마진	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
비용/이익	39.1	38.2	36.7	35.8	36.8
자본적정성					
BIS Ratio	14.8	14.8	16.5	16.6	16.7
Tier 1 Ratio	12.8	13.0	13.6	13.8	13.9
Tier 2 Ratio	2.0	1.8	3.0	2.9	2.8
단순자기자본비율	7.0	6.9	6.8	6.9	7.0

Industry Indepth
2022. 10. 12

BNK 금융지주 138930

안정적 이익 창출 지속 여부가 핵심

▲ 은행

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

- ✓ 투자이견 Buy, 적정주가 8,200원
- ✓ 3Q22E 이자이익 중심 증가세 지속 전망
- ✓ 경기침체에 대한 우려 속 지방은행들은 시중은행 대비 큰 낙폭을 시현
- ✓ 이자이익 중심 양호한 실적에도 불구하고, PBR 0.20배로 저평가 구간 거래 중
- ✓ 실적 흐름세 지속 여부 및 비은행 부문 강화 필요

Buy (신규)

적정주가 (12개월) 8,200 원
현재주가 (10.11) 6,180 원
상승여력 32.7%

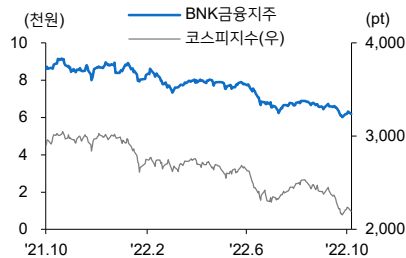
KOSPI	2,192.07pt
시가총액	20,143억원
발행주식수	32,594만주
유동주식비율	84.35%
외국인비중	35.97%
52주 최고/최저가	9,170원/6,020원
평균거래대금	69.7억원

주요주주(%)

부산롯데호텔 외 7 인	11.14
국민연금공단	9.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.1	-23.0	-28.3
상대주가	3.3	-5.4	-3.3

주가그래프



3Q22 Earnings Preview

BNK 금융 3Q 지배주주순이익은 2,600 억원 (-5.4% YoY, +13.9% QoQ)으로 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 추정한다. 1) NIM이 전분기대비 4bp 개선하는 등 타 지방은행 대비 낮은 수준을 예상하며, 2) 증시하락, 환율 상승 등 비우호적인 대외환경 고려 시 비이자이익 부문의 손실이 2Q 보다 확대될 것으로 예상하기 때문이다.

저평가 국면 탈피를 위한 조건은

최근 경기침체에 대한 우려가 은행주 조정으로 이어지고 있다. 지역 특성 상대적으로 경기 민감도가 높은 지방은행들의 연초대비 주가 하락폭은 평균 16%로 4대 금융지주의 평균 10%를 상회하고 있다.

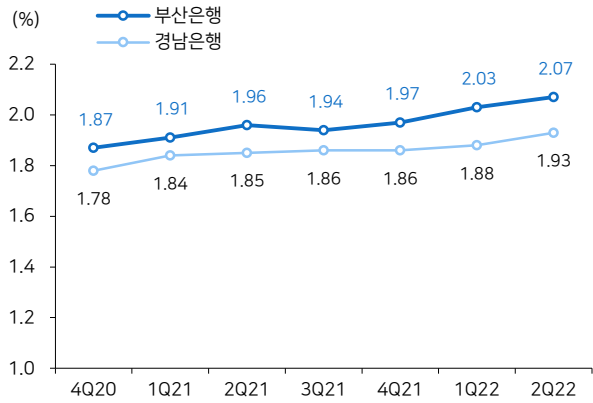
그러나 동사는 NPL 커버리지 비율이 170%로 지방은행 중 가장 높음에도 불구하고, PBR 0.20 배로 업종 내 가장 낮은 수준으로 절대적 저평가 국면이다. 향후 이를 해소하기 위해 1) 단기적으로 실적 흐름세 지속 여부가, 2) 중장기적으로 비은행 부문 강화를 통한 사업다각화 및 적극적인 주주환원 정책의 시행이 주요 관건으로 판단한다.

투자이견 Buy, 적정주가 8,200원으로 커버리지 개시

투자이견 BUY와 적정주가 8,200 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd BPS 29,649 원에 Target PBR 0.28 배를 적용하였다. Target PBR은 12m Fwd ROE 9.4%, COE 9.9%, 할인율 71% (경기 악화 구간 은행업 할인율 및 지역경제, 부동산 PF 리스크 반영)를 적용하였다

(십억원)	총전영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	Tier-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2020	1,258	519	1,593	(7.6)	24,242	3.6	0.2	6.7	0.5	11.4	5.6
2021	1,577	791	2,427	52.3	26,074	3.5	0.3	9.6	0.7	12.7	6.7
2022E	1,756	851	2,612	7.6	27,860	2.4	0.2	9.7	0.6	13.3	10.0
2023E	1,985	890	2,732	4.6	29,972	2.3	0.2	9.4	0.6	13.2	10.8
2024E	2,076	945	2,899	6.1	32,201	2.1	0.2	9.3	0.6	13.7	12.0

그림155 NIM 추이



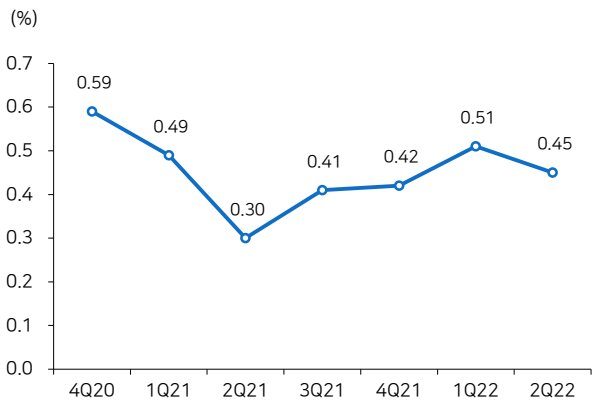
자료: BNK금융, 메리츠증권 리서치센터

표54 대출성장률 추이

(% QoQ)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
가계	5.5	3.6	(2.9)	(0.8)	0.5
주택담보	5.3	4.1	(2.8)	0.1	1.5
가계일반	6.0	2.2	(3.2)	(3.2)	(2.2)
기업대출	2.6	2.9	1.2	2.9	4.0
대기업	(3.6)	3.1	9.4	1.6	8.4
중소기업	3.1	2.8	0.6	3.0	3.7
총대출	3.6	3.1	(0.3)	1.7	2.8

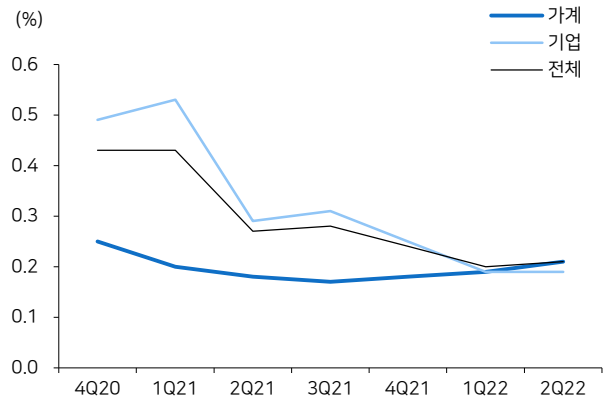
주: 은행 합산 기준
자료: BNK금융, 메리츠증권 리서치센터

그림156 대손비용률 추이



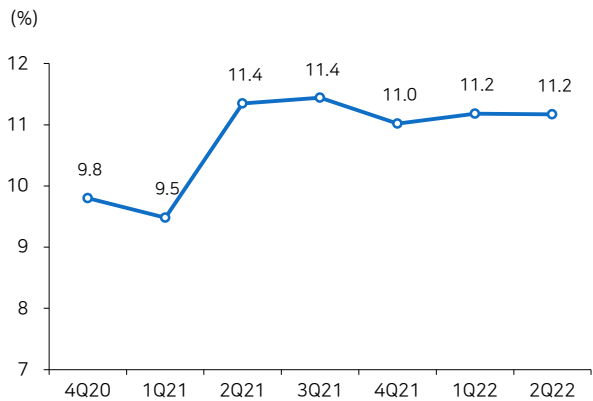
자료: BNK금융, 메리츠증권 리서치센터

그림157 연체율 추이



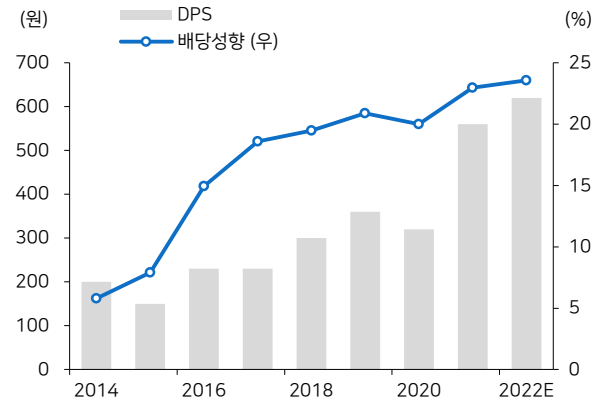
주: 부산은행 기준
자료: BNK금융, 메리츠증권 리서치센터

그림158 자본비율 추이



자료: BNK금융, 메리츠증권 리서치센터

그림159 배당 추이 및 전망



자료: BNK금융, 메리츠증권 리서치센터

표55 BNK금융 Valuation

	단위	값	비고
12M Fwd ROE	%	9.4	
Cost of Equity	%	9.9	
Eternal Growth	%	0	은행 저성장 고려
할증/할인	%	(71)	코로나19 당시 은행주 할인율 65%+ 지역경제, 부동산PF 리스크 반영
Target PBR	배	0.28	
12M Fwd BPS	원	29,649	
적정주가	원	8,200	
현재가(10/11)	원	6,180	
Upside Potential	%	32.7	

자료: BNK금융, 메리츠증권 리서치센터

표56 BNK금융 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	FY21	FY22E	FY23E
이자이익	589	630	666	687	679	726	759	2,572	2,934	3,157
수수료이익	110	155	124	72	146	120	113	460	472	482
기타이익	19	46	35	(26)	0	(44)	(48)	74	(146)	(103)
총영업이익	718	831	824	734	824	802	824	3,106	3,260	3,536
판관비	(347)	(385)	(351)	(516)	(371)	(356)	(367)	(1,598)	(1,594)	(1,636)
총전영업이익	371	446	473	218	453	445	457	1,508	1,666	1,900
총당금전입액	(108)	(72)	(106)	(130)	(78)	(118)	(83)	(416)	(435)	(578)
영업이익	263	374	367	88	375	327	374	1,092	1,231	1,321
영업외손익	4	13	19	(5)	11	(7)	0	31	(17)	(28)
세전이익	267	387	386	83	387	320	374	1,123	1,215	1,293
법인세	(63)	(101)	(100)	(25)	(99)	(80)	(103)	(289)	(320)	(356)
당기순이익	204	286	286	58	287	240	272	834	895	938
지배주주	193	275	275	48	276	229	260	791	851	890
비지배주주	11	11	11	11	11	11	11	43	44	47

자료: BNK금융, 메리츠증권 리서치센터

BNK 금융지주 (138930)

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
현금 및 예치금	4,505	5,349	4,368	4,596	4,834
유가증권	17,877	19,559	20,489	21,489	22,544
대출채권	87,704	98,711	105,024	110,604	116,017
이자부자산	110,085	123,619	129,881	136,689	143,395
고정자산	1,842	1,858	1,209	1,269	1,332
기타자산	2,229	2,810	5,558	5,715	5,821
자산총계	114,157	128,287	136,647	143,673	150,548
예수금	83,033	93,282	97,620	102,558	107,257
차입금	6,826	7,641	9,590	10,153	10,753
사채	11,248	13,443	14,271	15,231	16,263
이자부부채	101,106	114,366	121,481	127,943	134,273
기타부채	3,283	3,599	3,889	3,759	3,572
부채총계	104,531	118,064	125,493	131,830	137,979
자본금	1,630	1,630	1,630	1,630	1,630
신종자본증권	827	827	827	827	827
자본잉여금	787	787	787	787	787
이익잉여금	5,561	6,211	6,865	7,553	8,280
자본조정	(8)	(7)	(7)	(7)	(7)
기타포괄손익누계액	(69)	(122)	(194)	(194)	(194)
소수주주지분	897	897	1,246	1,246	1,246
자본총계	9,626	10,223	11,155	11,843	12,569

Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
자산건전성 (%)					
고정이하여신/총여신	0.7	0.3	0.4	0.5	0.6
요주의이하여신/총여신	1.6	1.0	1.1	1.5	1.8
대손충당금/고정이하여신	215.6	354.2	360.5	259.1	221.2
대손충당금/요주의이하여신	90.9	115.8	118.4	85.1	72.6
대손충당금/총여신	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3
순상각/고정이하여신	61.0	53.9	49.9	49.7	41.6
순상각/총여신	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
대손충당금 적립액/총여신	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
주당지표 (원)					
EPS	1,593	2,427	2,612	2,732	2,899
BPS	24,242	26,074	27,860	29,972	32,201
DPS	320	560	620	670	740
배당성향 (%)	20.1	23.1	23.6	24.6	25.6

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
이자수익	3,304	3,552	4,365	4,694	4,844
이자비용	(1,119)	(980)	(1,431)	(1,537)	(1,604)
순이자수익	2,185	2,572	2,934	3,157	3,240
대손충당금	(439)	(416)	(435)	(578)	(583)
총당금적립후순이자수익	1,745	2,156	2,499	2,579	2,657
수수료수익	364	460	472	482	509
기타비이자이익합계	76	74	(146)	(103)	(71)
총이익	2,185	2,690	2,825	2,958	3,095
판매관리비	(1,437)	(1,598)	(1,594)	(1,636)	(1,692)
영업이익	748	1,092	1,231	1,321	1,403
기타영업외이익	(14)	31	(17)	(28)	(29)
법인세차감전순이익	734	1,123	1,215	1,293	1,374
법인세	(172)	(289)	(320)	(356)	(378)
당기순이익	563	834	895	938	996
소수주주지분	(43)	(43)	(44)	(47)	(51)
지배주주지분 순이익	519	791	851	890	945
총당금적립전영업이익	1,258	1,577	1,756	1,985	2,076

Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Valuation					
PBR (배)	3.6	3.5	2.4	2.3	2.1
PER (배)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
배당수익률	5.6	6.7	10.0	10.8	12.0
재무비율					
ROA	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
ROE	6.7	9.6	9.7	9.4	9.3
대출금성장률	8.6	11.4	6.1	5.0	4.9
예수금성장률	8.9	12.4	6.4	5.0	4.9
자산성장률	7.3	11.1	6.2	4.8	4.7
대출금/예수금	112.1	125.8	132.2	132.2	132.2
순이자마진	1.88	1.95	2.09	2.19	2.14
손익분기이자마진	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
비용/이익	55.2	53.2	51.4	47.1	47.4
자본적정성					
BIS Ratio	12.9	13.6	14.2	14.0	14.5
Tier 1 Ratio	11.4	12.7	13.3	13.2	13.7
Tier 2 Ratio	1.6	0.9	0.9	0.9	0.8
단순자기자본비율	8.4	8.0	8.2	8.2	8.3

Industry Indepth
2022. 10. 12

DGB 금융지주 139130

건전성 관리 능력 입증 필요

▲ 은행

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 9,300원
- ✓ 3Q22E 비은행 부문 부진에도 불구하고, NIM의 높은 개선세로 이를 만회
- ✓ 미분양 물량 증가 등 인해 비은행 부문 실적 부진 및 건전성 우려 대두
- ✓ PBR 0.21배로 거래되고 있는 것을 고려 시, 우려 선반영 된 것으로 판단
- ✓ 다만 여전히 리스크 상존하고 있기에, 건전성 관리 능력 입증 필요

Buy (신규)

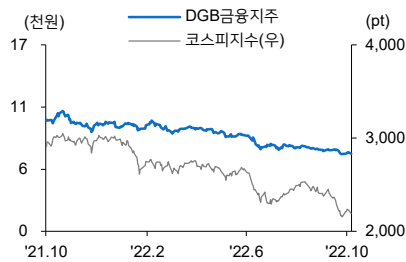
적정주가 (12개월) **9,300 원**
현재주가 (10.11) **7,000 원**
상승여력 **32.9%**

KOSPI	2,192.07pt
시가총액	11,840억원
발행주식수	16,915만주
유동주식비율	86.03%
외국인비중	45.88%
52주 최고/최저가	10,850원/6,970원
평균거래대금	29.9억원

주요주주(%)	
국민연금공단	10.00
오케이저축은행 외 1인	7.72

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.4	-25.0	-29.9
상대주가	5.0	-7.8	-5.5

주가그래프



3Q22 Earnings Preview

DGB 금융 3Q 지배주주순이익은 1,517억원 (+9.4% YoY, +23.1% QoQ)으로 컨센서스를 소폭 상회할 것으로 추정한다. 1) 하이투자증권 등 비은행 부문은 증시 여건 고려 시 실적 부진 지속이 예상되나, 2) NIM이 전분기대비 10bp 증가함에 따라 이자이익 부문은 타항대비 견조한 수준을 기록할 것으로 예상한다. 이는 은행 대출 금리 구조 상 단기채 연동 비중이 높기 때문이다. (3개월 이하 대출 비중 39.0%)

해결해야할 미분양 문제

최근 아파트 미분양 물량이 증가하고 있다. 특히 지방 지역 중심으로 미분양 우려가 대두되고 있다. 7월 기준 수도권 미분양 물량은 전월대비 1.6% 증가에 그쳤으나, 비수도권은 14.1% 증가하였다. 이와 같은 부동산 PF 시장 침체의 가시화는 비은행 부문의 실적 부진 및 건전성 우려 부각으로 이어지고 있다.

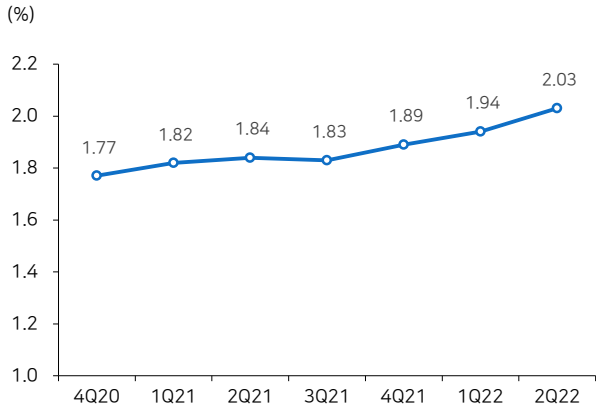
그러나 1) 현재 PBR 0.21배로 이에 대한 우려가 이미 충분히 반영된 것으로 판단되며, 2) 배당수익률은 9.6%로 주가의 하방경직성을 확보한 상황이다. 향후 Valuation 상황에 있어 주요 관건은 미분양 문제가 여전히 잔존한다는 점에서 건전성 관리 능력 입증으로 판단된다.

투자 의견 Buy, 적정주가 9,300원으로 커버리지 개시

투자 의견 BUY와 적정주가 9,300 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd BPS 31,474 원에 Target PBR 0.30 배를 적용하였다. Target PBR는 12m Fwd ROE 10.4%, COE 9.1%, 할인율 74% (경기 악화 구간 은행업 할인율 및 지역경제, 부동산 PF 리스크 반영)를 적용하였다.

(십억원)	총전영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	Tier-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2020	827	342	2,023	4.5	27,516	3.4	0.2	7.5	0.4	11.0	5.7
2021	969	503	2,974	47.0	29,562	3.2	0.3	10.4	0.6	13.8	6.7
2022E	1,023	513	3,032	1.9	29,585	2.3	0.2	10.3	0.6	13.2	9.6
2023E	1,120	538	3,184	5.0	31,917	2.2	0.2	10.4	0.6	13.5	10.6
2024E	1,173	576	3,404	6.9	35,125	2.1	0.2	10.2	0.6	13.6	11.6

그림160 NIM 추이



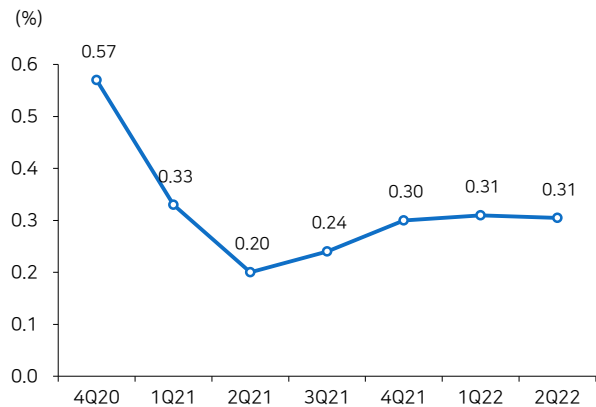
자료: DGB금융, 메리츠증권 리서치센터

표57 대출성장률 추이

(% QoQ)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
가계	3.6	1.5	0.0	(3.6)	3.1
주택담보	4.0	1.1	1.9	(0.7)	5.6
가계일반	3.3	2.0	(1.7)	(6.5)	0.5
기업대출	2.4	1.7	0.5	0.8	2.6
대기업	6.4	0.4	(2.2)	0.2	1.7
중소기업	1.9	1.8	1.1	0.6	(3.4)
총대출	2.7	1.4	0.3	(0.6)	2.7

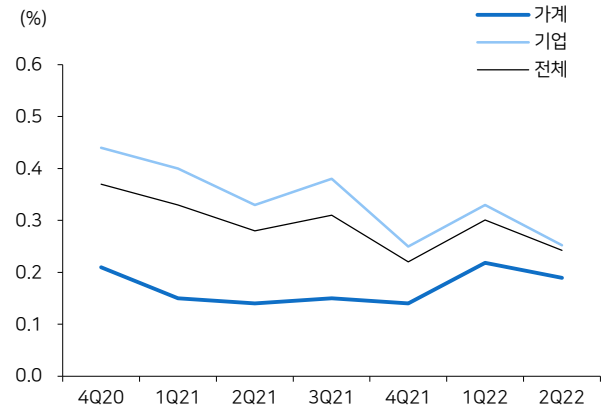
자료: DGB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림161 대손비용률 추이



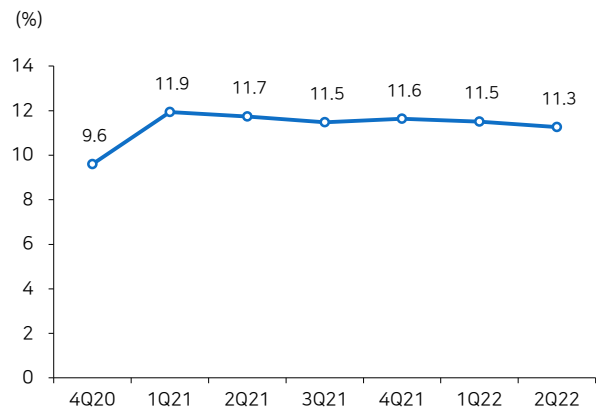
자료: DGB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림162 연체율 추이



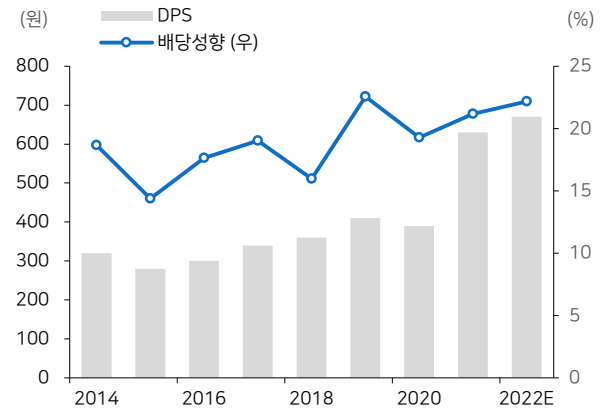
자료: DGB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림163 자본비용 추이



자료: DGB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림164 배당 추이 및 전망



자료: DGB금융, 메리츠증권 리서치센터

표58 DGB금융 Valuation

	단위	값	비고
12M Fwd ROE	%	10.4	
Cost of Equity	%	9.1	
Eternal Growth	%	0	은행 저성장 고려
할증/할인	%	(74)	코로나19 당시 은행주 할인율 65%+ 지역경제, 부동산PF 리스크 반영
Target PBR	배	0.30	
12M Fwd BPS	원	31,474	
적정주가	원	9,300	
현재가(10/11)	원	7,000	
Upside Potential	%	32.9	

자료: DGB금융, 메리츠증권 리서치센터

표59 DGB금융 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	FY21	FY22E	FY23E
이자이익	376	394	407	425	421	448	465	1,601	1,801	1,955
수수료이익	111	135	111	103	122	125	120	460	478	417
기타이익	(20)	7	(16)	58	(17)	(62)	(50)	29	(169)	(137)
총영업이익	467	535	502	586	526	511	535	2,090	2,109	2,235
판관비	(242)	(274)	(272)	(382)	(251)	(274)	(268)	(1,170)	(1,135)	(1,164)
총전영업이익	225	262	230	204	274	237	266	920	975	1,071
총당금전입액	(47)	(28)	(30)	(67)	(46)	(43)	(39)	(172)	(201)	(250)
영업이익	178	234	200	137	228	194	228	749	774	821
영업외손익	(1)	(4)	2	(9)	1	(3)	(3)	(12)	(7)	(11)
세전이익	178	230	202	127	230	192	225	737	767	810
법인세	(42)	(61)	(50)	(30)	(56)	(57)	(62)	(183)	(208)	(223)
당기순이익	136	169	152	97	174	134	163	554	559	587
지배주주	124	155	139	86	162	123	152	503	513	538
비지배주주	13	13	13	12	12	11	11	51	46	49

자료: DGB금융, 메리츠증권 리서치센터

DGB 금융지주 (139130)

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
현금 및 예치금	4,297	4,493	5,460	5,790	6,142
유가증권	20,592	21,195	23,062	24,437	25,903
대출채권	51,524	56,945	58,729	61,726	64,889
이자부자산	76,605	82,714	87,251	91,953	96,933
고정자산	1,141	1,260	1,331	1,400	1,474
기타자산	2,238	1,933	2,533	2,882	3,265
자산총계	79,983	85,907	91,115	96,235	101,672
예수금	47,248	50,937	52,143	54,630	57,242
차입금	9,822	9,899	16,606	17,778	19,039
사채	6,330	7,025	8,183	8,734	9,324
이자부부채	69,457	74,208	83,458	87,933	92,672
기타부채	4,758	5,371	1,320	1,570	1,725
부채총계	74,215	79,579	84,778	89,503	94,397
자본금	846	846	846	846	846
신종자본증권	299	498	498	498	498
자본잉여금	1,562	1,562	1,562	1,562	1,562
이익잉여금	2,320	2,744	3,142	3,568	4,143
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	(74)	(152)	(546)	(577)	(610)
소수주주지분	815	829	835	835	835
자본총계	5,769	6,327	6,337	6,732	7,274

Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
자산건전성 (%)					
고정이하여신/총여신	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
요주의이하여신/총여신	1.4	1.1	1.1	1.1	1.1
대손충당금/고정이하여신	270.1	251.3	307.8	316.1	325.5
대손충당금/요주의이하여신	91.5	108.1	121.7	125.0	128.7
대손충당금/총여신	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4
순상각/고정이하여신	71.8	43.5	56.0	57.2	62.8
순상각/총여신	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3
대손충당금 적립액/총여신	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
주당지표 (원)					
EPS	2,023	2,974	3,032	3,184	3,404
BPS	27,516	29,562	29,585	31,917	35,125
DPS	390	630	670	740	810
배당성향 (%)	19.3	21.2	22.2	23.2	23.7

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
이자수익	2,075	2,140	2,653	2,943	3,055
이자비용	(646)	(539)	(852)	(989)	(1,054)
순이자수익	1,429	1,601	1,801	1,955	2,001
대손충당금	(272)	(172)	(201)	(250)	(245)
총당금적립후순이자수익	1,157	1,430	1,600	1,705	1,757
수수료수익	378	460	478	417	428
기타비이자이익합계	(9)	29	(169)	(137)	(105)
총이익	1,525	1,919	1,909	1,985	2,079
판매관리비	(1,022)	(1,170)	(1,135)	(1,164)	(1,201)
영업이익	503	749	774	821	878
기타영업외이익	9	(12)	(7)	(11)	(11)
법인세차감전순이익	512	737	767	810	867
법인세	(126)	(183)	(208)	(223)	(238)
당기순이익	387	554	559	587	629
소수주주지분	(44)	(51)	(46)	(49)	(53)
지배주주지분 순이익	342	503	513	538	576
총당금적립전영업이익	827	969	1,023	1,120	1,173

Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Valuation					
PBR (배)	3.4	3.2	2.3	2.2	2.1
PER (배)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
배당수익률	5.7	6.7	9.6	10.6	11.6
재무비율					
ROA	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	7.5	10.4	10.3	10.4	10.2
대출금성장률	12.1	8.5	0.7	4.7	4.8
예수금성장률	29.0	5.6	3.7	4.7	4.8
자산성장률	10.5	7.4	6.1	5.6	5.6
대출금/예수금	100.5	99.9	102.0	102.0	102.0
순이자마진	1.79	1.85	2.08	2.25	2.18
손익분기이자마진	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
비용/이익	57.2	58.9	50.7	46.3	47.2
자본적정성					
BIS Ratio	12.4	14.9	14.4	14.7	14.9
Tier 1 Ratio	11.0	13.8	13.2	13.5	13.6
Tier 2 Ratio	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
단순자기자본비율	13.1	13.8	13.3	13.0	12.7

Industry Indepth
2022. 10. 12

JB 금융지주 175330

지방은행 중 가장 돋보이는 행보

▲ 은행

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 9,500원
- ✓ 3Q22E 타행대비 견조한 이자이익 증가세 지속 전망
- ✓ CET-1 비율이 11% 상회해 이어 지방은행 최초로 중간 배당을 실시
- ✓ 핀테크와의 전략적 협업으로 성장 여력 확보해 나가는 중
- ✓ 다만 지방은행으로의 지역경제 리스크 및 부동산PF 리스크 해결 필요

Buy (신규)

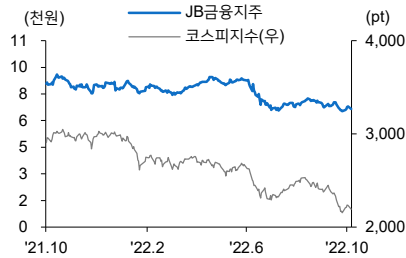
적정주가 (12개월) **9,500 원**
현재주가 (10.11) **7,090 원**
상승여력 **34.0%**

KOSPI	2,192.07pt
시가총액	13,966억원
발행주식수	19,698만주
유동주식비율	82.01%
외국인비중	27.07%
52주 최고/최저가	9,170원/6,960원
평균거래대금	18.4억원

주요주주(%)			
삼양사 외 2인	14.61		
얼라인파트너스자산운용	14.04		
오케이저축은행 외 1인	11.28		

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.4	-18.5	-17.1
상대주가	7.3	0.1	11.8

주가그래프



3Q22 Earnings Preview

JB 금융 3Q 지배주주순이익은 1,670 억원 (+24.5% YoY, +8.8% QoQ)으로 컨센서스를 부합할 것으로 추정한다. 은행 부문의 이자이익은 대출성장을 전분기대비 2% 및 NIM 10bp 개선으로 타행대비 견조한 증가세를 시현할 것으로 예상된다. 다만 비은행 부문인 캐피탈사는 부동산 PF 시장 냉각 및 금리 상승 기조 속 조달금리의 상승으로 인한 실적 부진이 지속됨에 따라 이를 일부 상쇄할 것으로 전망한다.

중간배당 실시 및 핀테크와의 협업 vs 부동산PF 리스크

동사는 1) 지방은행 중 균형있는 대출 포트폴리오를 지닌 가운데, 2) 2Q22 내부등급법 승인으로 CET-1 비율이 11% 상회해 이어 지방은행 최초로 중간 배당을 실시했으며, 3) 네이버파이낸셜, 토스, 카카오페이, 핀다 등 핀테크와의 적극적인 제휴로 성장 여력을 확보해 나가고 있다.

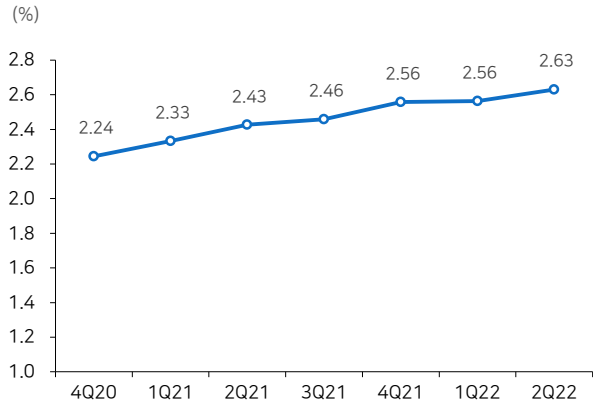
다만 동사 또한 지방은행으로 지역경제에 대한 리스크는 물론, 부동산 PF 로 인한 리스크도 함께 노출되어 있는 상황이다. 부동산 PF 중 대출 보증서를 보유한 사업장 비중이 70%로 부실화 위험의 수준은 높지 않으나, 안정적인 실적 창출로 이를 증명할 필요성이 있다.

투자 의견 Buy, 적정주가 9,500원으로 커버리지 개시

투자 의견 BUY 와 적정주가 9,500 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd BPS 23,351 원에 Target PBR 0.41 배를 적용하였다. Target PBR 는 12m Fwd ROE 13.7%, COE 9.3%, 할인율 72% (경기 악화 구간 은행업 할인율 및 지역경제, 부동산 PF 리스크 반영)를 적용하였다.

(십억원)	총영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	Tier-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2020	700	364	1,845	6.3	17,023	3.1	0.3	11.3	0.7	11.4	5.3
2021	879	507	2,572	39.4	19,060	3.2	0.4	14.3	0.9	11.6	8.4
2022E	1,048	567	2,879	11.9	20,871	2.5	0.3	14.4	1.0	12.6	9.6
2023E	1,115	595	3,022	5.0	23,146	2.3	0.3	13.7	1.0	13.3	10.6
2024E	1,150	624	3,166	4.8	25,497	2.2	0.3	13.0	1.0	14.0	11.6

그림165 NIM 추이



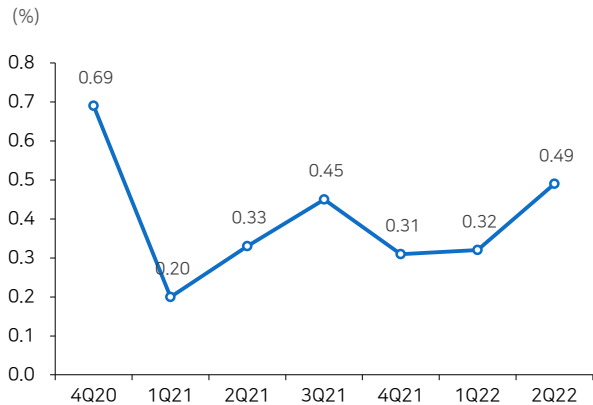
주: 은행 합산 기준
자료: JB금융, 메리츠증권 리서치센터

표60 대출성장률 추이

(% QoQ)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
가계	(0.1)	2.5	2.6	(0.1)	(0.8)
주택담보	(4.1)	(0.2)	0.2	(0.7)	(4.8)
가계일반	6.6	6.8	6.0	0.8	4.6
기업대출	0.0	4.8	0.5	3.4	2.5
대기업	(0.7)	9.4	(7.0)	2.5	1.2
중소기업	0.1	4.6	0.8	3.5	2.6
총대출	0.3	3.8	1.2	2.1	0.8

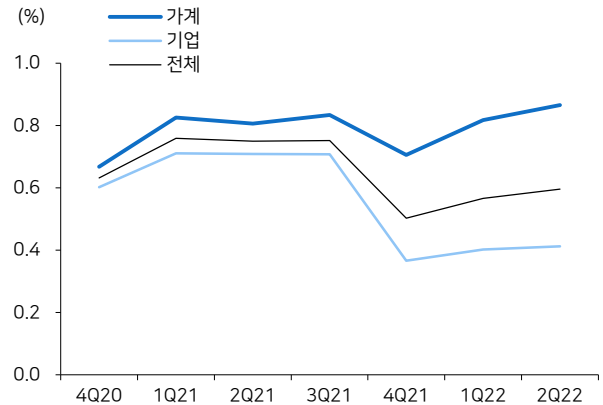
주: 은행 합산 기준
자료: JB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림166 대손비용률 추이



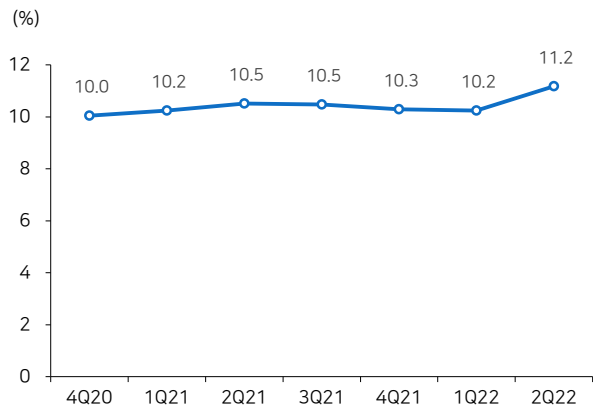
자료: JB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림167 연체율 추이



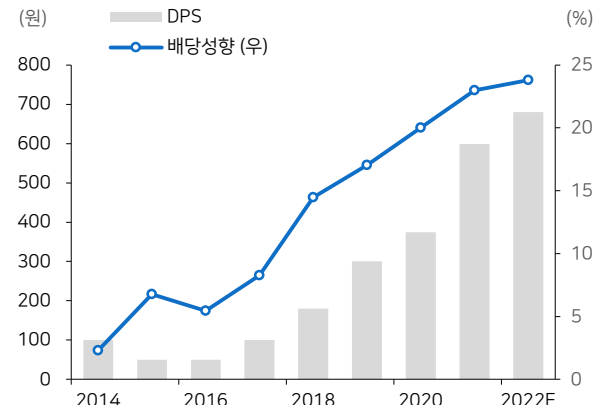
주: 전북은행 기준
자료: JB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림168 자본비율 추이



자료: JB금융, 메리츠증권 리서치센터

그림169 배당 추이 및 전망



자료: JB금융, 메리츠증권 리서치센터

표61 JB금융 Valuation

	단위	값	비고
12M Fwd ROE	%	13.7	
Cost of Equity	%	9.3	
Eternal Growth	%	0	은행 저성장 고려
할증/할인	%	(72)	코로나19 당시 은행주 할인율 65%+ 지역경제, 부동산PF 리스크 반영
Target PBR	배	0.41	
12M Fwd BPS	원	23,351	
적정주가	원	9,500	
현재가(10/11)	원	7,090	
Upside Potential	%	34.0	

자료: JB금융, 메리츠증권 리서치센터

표62 JB금융 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	FY21	FY22E	FY23E
이자이익	336	351	371	394	400	416	431	1,452	1,687	1,826
수수료이익	15	17	24	6	21	26	27	61	91	56
기타이익	12	19	3	24	15	(10)	(7)	57	(6)	(22)
총영업이익	362	387	399	424	435	432	451	1,571	1,772	1,860
판관비	(163)	(158)	(165)	(240)	(168)	(162)	(174)	(725)	(757)	(779)
총전영업이익	199	229	234	184	267	270	278	846	1,016	1,081
총당금전입액	(21)	(35)	(49)	(32)	(37)	(58)	(39)	(138)	(211)	(233)
영업이익	178	194	185	152	230	212	238	708	805	848
영업외손익	5	(1)	2	(17)	1	2	(3)	(12)	(8)	(5)
세전이익	183	193	187	134	231	214	236	696	797	843
법인세	(44)	(42)	(49)	(36)	(59)	(57)	(65)	(171)	(213)	(232)
당기순이익	138	151	138	98	171	157	171	525	584	611
지배주주	132	146	134	94	167	153	167	507	567	595
비지배주주	6	5	4	4	5	4	4	19	17	16

자료: JB금융, 메리츠증권 리서치센터

JB 금융지주 (175330)

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
현금 및 예치금	2,781	2,917	2,084	2,190	2,301
유가증권	6,193	6,750	7,284	7,595	7,920
대출채권	42,111	44,595	48,240	50,647	53,292
이자부자산	51,085	54,262	57,608	60,433	63,513
고정자산	775	828	875	925	979
기타자산	1,515	1,306	1,877	1,730	1,559
자산총계	53,375	56,397	60,361	63,088	66,050
예수금	38,122	40,050	42,838	44,627	46,735
차입금	1,871	2,145	2,260	2,383	2,513
사채	7,858	8,217	9,827	10,513	11,251
이자부부채	47,851	50,411	54,925	57,523	60,499
기타부채	1,495	1,658	740	420	(56)
부채총계	49,347	52,069	55,665	57,944	60,443
자본금	985	985	985	985	985
신종자본증권	403	403	403	403	403
자본잉여금	705	705	705	705	705
이익잉여금	1,732	2,141	2,471	2,919	3,381
자본조정	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)
기타포괄손익누계액	(52)	(60)	(34)	(33)	(32)
소수주주지분	273	169	182	182	182
자본총계	4,029	4,327	4,697	5,145	5,608

Key Financial Data I

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
자산건전성 (%)					
고정이하여신/총여신	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
요주의이하여신/총여신	1.8	1.5	1.2	1.2	1.2
대손충당금/고정이하여신	122.8	183.0	199.6	204.0	205.6
대손충당금/요주의이하여신	34.0	42.4	47.9	48.9	49.3
대손충당금/총여신	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
순상각/고정이하여신	73.3	47.0	97.5	112.5	92.1
순상각/총여신	0.5	0.2	0.4	0.5	0.4
대손충당금 적립액/총여신	0.5	0.2	0.5	0.5	0.4
주당지표 (원)					
EPS	1,845	2,572	2,879	3,022	3,166
BPS	17,023	19,060	20,871	23,146	25,497
DPS	374	599	680	750	820
배당성향 (%)	20.3	23.3	23.8	24.8	25.8

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
이자수익	1,814	1,900	2,338	2,565	2,662
이자비용	(554)	(447)	(651)	(740)	(786)
순이자수익	1,260	1,452	1,687	1,826	1,876
대손충당금	(198)	(138)	(211)	(233)	(228)
충당금적립후순이자수익	1,062	1,314	1,477	1,593	1,648
수수료수익	65	61	91	56	56
기타비이자이익합계	32	(41)	(6)	(22)	(21)
총이익	1,159	2,060	1,562	1,627	1,684
판매관리비	(689)	(430)	(757)	(779)	(796)
영업이익	470	708	805	848	888
기타영업외이익	(6)	(12)	(8)	(5)	(6)
법인세차감전순이익	464	696	797	843	882
법인세	(73)	(171)	(213)	(232)	(243)
당기순이익	391	525	584	611	640
소수주주지분	(27)	(19)	(17)	(16)	(16)
지배주주지분 순이익	364	507	567	595	624
충당금적립전영업이익	700	879	1,048	1,115	1,150

Key Financial Data II

(%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Valuation					
PBR (배)	3.1	3.2	2.5	2.3	2.2
PER (배)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
배당수익률	5.3	8.4	9.6	10.6	11.6
재무비율					
ROA	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0
ROE	11.3	14.3	14.4	13.7	13.0
대출금성장률	11.8	5.9	8.2	5.0	5.2
예수금성장률	11.5	5.1	7.0	4.2	4.7
자산성장률	12.3	5.7	7.0	4.5	4.7
대출금/예수금	98.3	98.4	96.7	97.4	97.4
순이자마진	2.48	2.64	2.84	2.98	2.92
손익분기이자마진	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
비용/이익	50.8	19.6	42.7	41.9	41.6
자본적정성					
BIS Ratio	13.2	13.1	14.1	14.8	15.4
Tier 1 Ratio	11.4	11.6	12.6	13.3	14.0
Tier 2 Ratio	1.8	1.5	1.5	1.4	1.4
단순자기자본비율	7.5	7.7	7.8	8.2	8.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

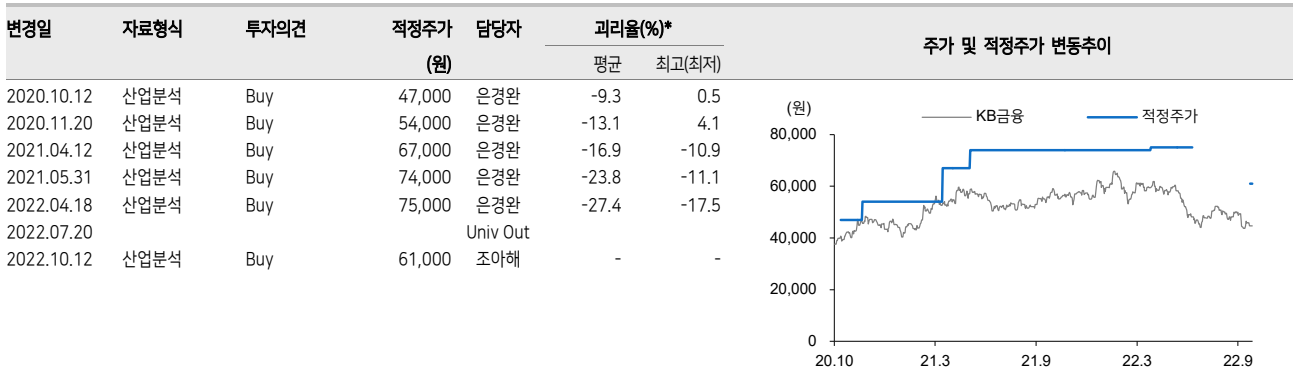
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

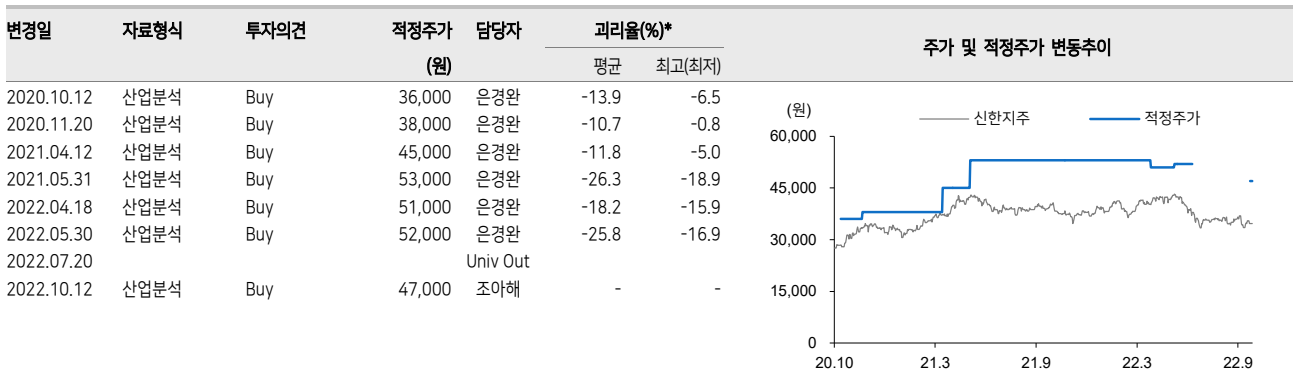
KB 금융 (105560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



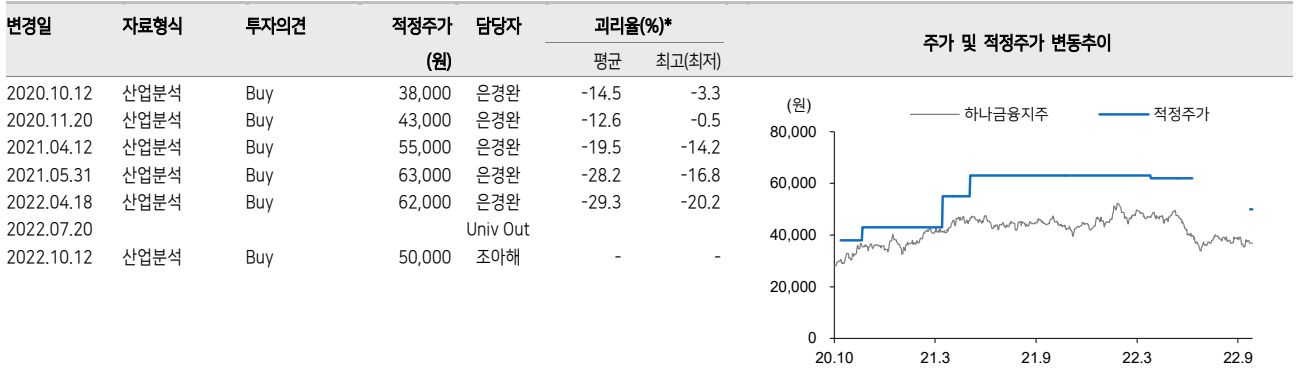
신한지주 (055550) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



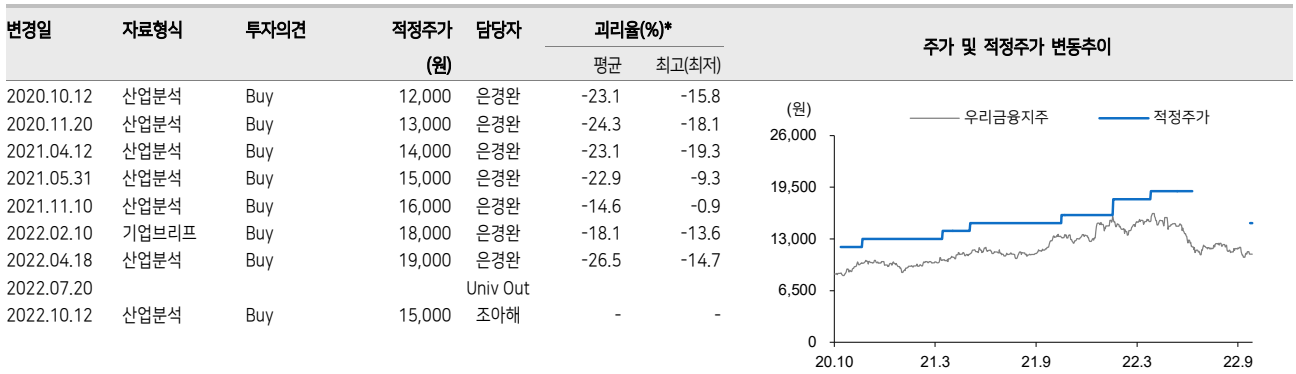
하나금융지주 (086790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



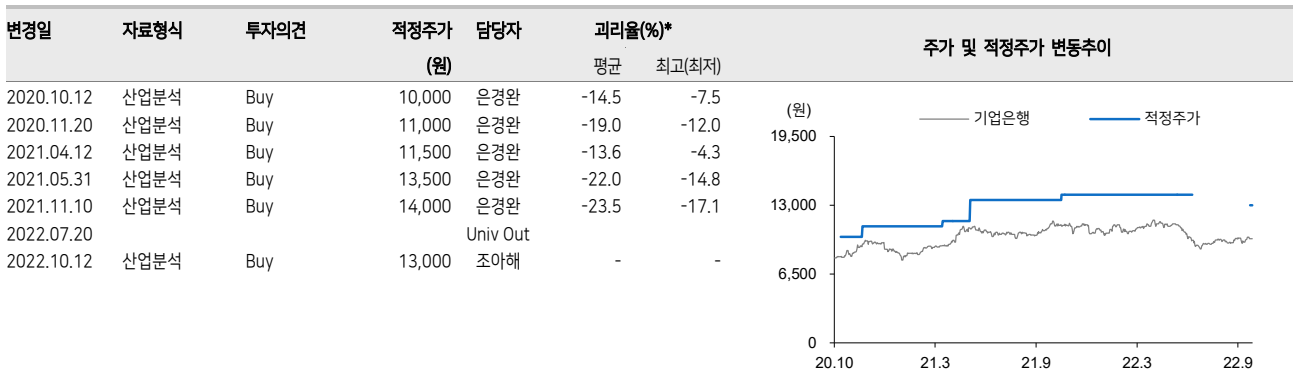
우리금융지주 (316140) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



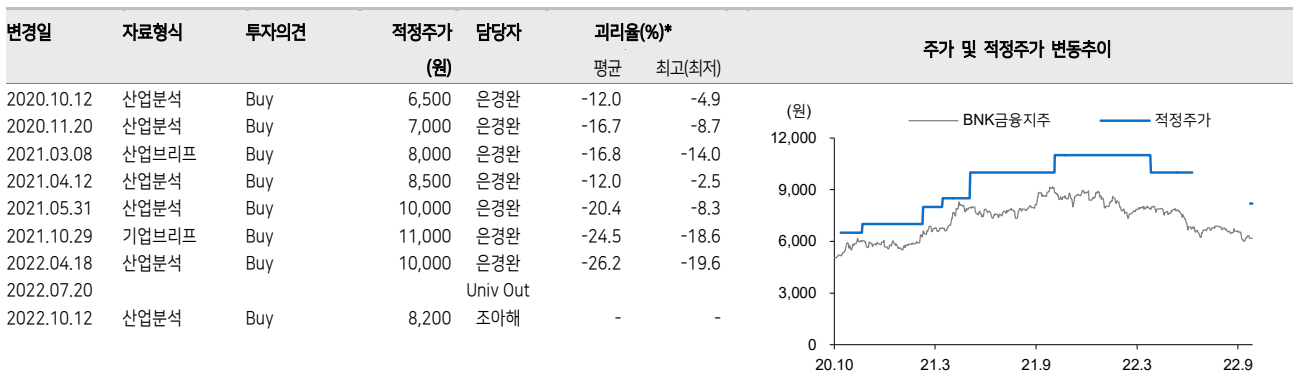
기업은행 (024110) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



BNK 금융지주 (138930) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



DGB 금융지주 (139130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.10.12	산업분석	Buy	6,500	은경완	-2.1	6.2	
2020.10.30	기업브리프	Buy	7,000	은경완	2.0	12.0	
2020.11.20	산업분석	Buy	9,000	은경완	-20.6	-15.1	
2021.03.08	산업브리프	Buy	9,500	은경완	-13.3	-5.7	
2021.04.12	산업분석	Buy	10,000	은경완	-12.3	-5.4	
2021.05.31	산업분석	Buy	12,000	은경완	-21.7	-9.6	
2021.10.29	기업브리프	Buy	13,000	은경완	-26.9	-19.2	
2022.04.18	산업분석	Buy	11,500	은경완	-27.5	-19.9	
2022.07.20				Univ Out			
2022.10.12	산업분석	Buy	9,300	조아해	-	-	

JB 금융지주 (175330) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.10.12	산업분석	Buy	6,500	은경완	-18.7	-6.8	
2020.11.20	산업분석	Buy	7,500	은경완	-21.3	-11.7	
2021.04.12	산업분석	Buy	8,500	은경완	-14.7	-6.7	
2021.05.31	산업분석	Buy	9,500	은경완	-16.8	-3.5	
2021.10.27	기업브리프	Buy	10,500	은경완	-17.4	-14.6	
2021.11.10	산업분석	Buy	11,000	은경완	-24.2	-18.1	
2022.07.20				Univ Out			
2022.10.12	산업분석	Buy	9,500	조아해	-	-	