

# JB금융지주(175330)

## 광주은행 잔여지분 확보로 주가 상승

### 광주은행 잔여지분 확보 위한 주식교환 결정

JB금융은 13일 장중에 광주은행 완전자회사화를 위한 주식교환을 발표했다. 현재 소액주주에게 남아있는 광주은행 잔여지분은 43%다. 광주은행 주식 1주를 JB금융 1.881주로 교환할 예정이다. 양사 주주총회 의결사안이고 양사 주주 모두에게 주식매수청구권이 부여된다. 주식매수청구가격은 JB금융은 5,773원, 광주은행은 10,793원이다. 어제 공시 후 둘 다 6~7%씩 주가가 오른 덕분에 주식매수청구가격은 양사의 13일 종가에 비해 약 4.5%씩 낮다. 주식매수청구권 행사기간은 주주총회일인 9월 20일부터 10월 1일까지고 교환일자는 10월 9일, 신주 상장예정일은 10월 26일이다.

### 주식교환 성사 가능성 높음

주식교환이 성사될 가능성이 높다. 우선 목요일 종가 기준 JB금융과 광주은행 PBR은 각각 0.36배, 0.34배로 가격차가 없고 주식교환 따른 후술할 이점을 고려하면 가격에 대한 큰 논란은 없어 보인다. 또한 실적도 좋다. 2분기 순이익은 701억원으로 컨센서스를 6% 상회할 것으로 보이며 향후 금리인상과 건전성 개선에 따라 실적도 우상향할 것이다. 실제로 저변주 목요일 금통위에서 금리인상 소수의 견이 나오면서 이틀간 국채금리가 만기별로 4~5bp씩 상승한 바 있다.

### 보통주자본비율에 대한 논란

일부에서 우려했던 주식교환에 따른 보통주자본비율 하락과 이에 파생되는 유상증자는 없었다. 주식교환이 마무리되는 올해 4분기 기준 보통주자본비율은 주식교환에 따라 오히려 1bp 상승한다. 현재 광주은행 비지배지분 관련하여 그룹 기준으로 보통주자본으로 인정받는 금액은 18년 1분기 현재 4,120억원이다. 주식교환을 하면 이 금액은 보통주자본에서 제외되어 자본비율은 하락한다. 다만 2014년 인수 당시 발생한 잉가매수차익을 조정한 광주은행의 회계적 비지배지분 자기자본은 1분기 현재 약 3,954억원 내외로 추정되는데 이 금액이 새롭게 보통주자본으로 인정받는다.

	총영업이익 (십억원)	총전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
2016A	1,040	460	143	835	27.5	13,376	6.9	0.43	0.33	6.7	0.9
2017A	1,154	524	185	1,127	35.0	14,586	5.4	0.42	0.38	8.3	1.6
2018F	1,187	544	218	1,315	16.7	15,540	4.6	0.39	0.42	9.0	2.7
2019F	1,191	539	219	1,295	(1.5)	16,686	4.7	0.36	0.44	8.3	3.5
2020F	1,343	645	251	1,506	16.3	17,991	4.0	0.34	0.46	9.0	4.4

## 매수(유지)

목표주가: 8,500원(유지)

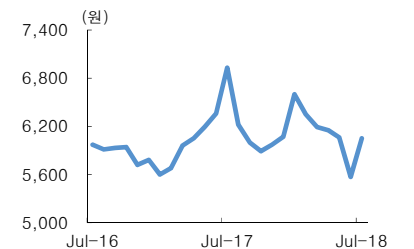
### Stock Data

KOSPI(7/13)	2,311
주가(7/13)	6,050
시가총액(십억원)	940
발행주식수(백만)	155
52주 최고/최저(원)	6,970/5,490
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,897
유통주식비율/외국인지분율(%)	86.4/44.1
주요주주(%)	삼양사 외 3인 9.0
	Jubilee Asia B.V. 8.7

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.4)	(5.5)	(10.8)
KOSPI 대비(%p)	3.0	2.0	(6.7)

### 주가추이



자료: WISEfn

백두산

doosan@truefriend.com

〈표 1〉 주식교환 주요 일정

항목	JB금융	광주은행
주주확정일	2018.7.30	2018.7.30
주주명부폐쇄기간	2018.7.31~8.2	2018.7.31~8.2
반대의사통지기간	2018.7.13~9.19	2018.7.13~9.19
주주총회 일자	2018.9.20	2018.9.20
주식매수청구권 행사기간	2018.9.20~10.1	2018.9.20~10.1
구주권제출기간	n/a	2018.10.4~10.8
매매거래정지에정기간	n/a	2018.10.5~10.25
교환일자	2018.10.9	2018.10.9
신주권교부예정일	2018.10.25	n/a
신주 상장예정일	2018.10.26	n/a

자료: JB금융지주, 한국투자증권

〈표 2〉 JB금융 및 광주은행 주식 수 조정

(단위: 천 주, 원)

	JB 금융		광주은행 2018.03
	2018.03	주식교환 후	
발행주식수	155,439	196,983	51,316
자사주	2,593	2,593	24
유통주식수	152,846	194,390	51,292

주: 주식매수청구 없다고 가정

자료: JB금융지주, 광주은행, 한국투자증권

〈표 3〉 주식교환 주요 내용

	광주은행	JB 금융
발행주식수(천 주)	51,316	
지분율	56.97%	
교환가능주식수(천 주)	22,081	
교환비율	1.881	1
교환가액(원, 이전결정일 기준)	10,672	5,672
주식매수청구가격(원)	10,793	5,773
7월 13일 증가(원)	11,300	6,050
13일 증가/주식매수청구가격	-4.5%	-4.6%
1Q18 자기자본(십억원)	1,590	2,435
12월 종가기준 시가총액(십억원)	547	880
12월 증가 PBR(배)	0.34	0.36
최대가능 JB 금융 주식교부수(천 주)	41,543	n/a

자료: JB금융지주, 광주은행, 한국투자증권

## 낮은 자본비율에 따른 할인 일부 해소

따라서 잃는 것과 비슷하게 다시 적격자본으로 얻는 것이 있기 때문에 1분기에 바로 주식교환이 됐다면 그룹 보통주자본비율은 6bp 하락에 그쳤을 것으로 추정된다<표 4>. 지난 3년간 보면 주식교환으로 인한 자본비율 하락폭은 광주은행의 이익잉여금 증가로 인해 꾸준히 감소했다[그림 1]. 회사 측에 따르면 경영계획상 주식교환이 완료되는 올해 4분기가 되면 빠지고 올라오는 양쪽의 금액이 거의 똑 같아져 오히려 보통주자본비율이 1bp 상승할 수 있다. 자본비율 하락 없는 시점을 보고 주식교환을 결정한 셈이다. 동사의 낮은 보통주자본비율은 은행 내에서 철저한 할인요인으로 작용했는데 그 중 일부는 광주은행 인수 가능성에 따른 유상증자 우려였다. 따라서 여전히 자본비율은 낮지만 유상증자 우려 해소는 주가에 긍정적이다.

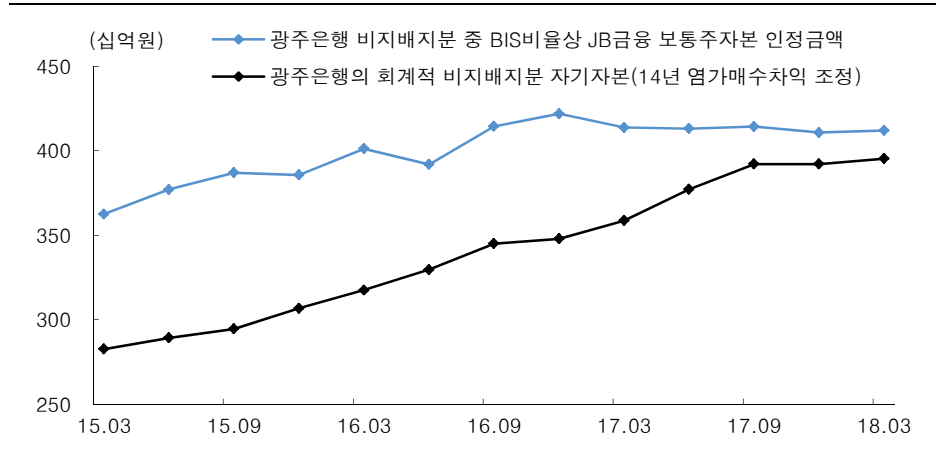
〈표 4〉 1Q18에 주식교환했을 경우 그룹 보통주자본비율 효과(KIS 추정)

(단위: 십억원)

항목	산식	금액
JB 금융 보통주자본	A	2,488
JB 금융 위험가중자산	B	29,094
JB 금융 보통주자본비율	A/B	8.55%
광주은행 회계적 자기자본	C	1,590
JB 금융의 광주은행 지분율	D	56.97%
인수 당시 열가매수차익	E	507
광주은행의 회계상 비지배지분 자본	$F=Cx(1-D)-ExD$	395
광주은행 비지배지분의 현재 보통주자본 인정분	G	412
주식교환 시 보통주자본 감소액	$H=G-F$	(17)
주식교환 시 보통주자본비율 감소폭(%p)	H/B	-0.06%

자료: Quantiwise, JB금융지주, 한국투자증권

[그림 1] 잔여지분 인수시 그룹 보통주자본비율 영향(KIS 추정)



주: 검은선이 파란선보다 낮으면 그 금액만큼 그룹 자본비율 감소. 검은선이 파란선을 4Q18 중 추월할 것으로 추정  
 자료: JB금융지주, 한국투자증권

〈표 5〉 실제 4Q18에 주식교환 후 그룹 보통주자본비율 추정(IR 기준)

	주식교환 전	주식교환 후	차이
보통주자본(A)	27,000 억원	27,030 억원	+30 억원
위험가중자산(B)	29.20 조원	29.2 조원	변동없음
보통주자본비율(A/B)	9.25%	9.26%	+1bp

주: IR 기준

자료: JB금융지주, 한국투자증권

### 주식교환에 따른 이론적인 단기 재무적 영향은 소폭 긍정적

광주은행의 작년 ROE(평잔 기준)는 8.8%로 작년 그룹 ROE(평잔 기준) 7.9%보다 높다. 올해도 마찬가지다. 따라서 수익성 높은 광주은행 지분이 확대되면서 그룹 ROE는 1.1%p 상승하는 점은 긍정적이다. 다만 주식교환 이후 기존 JB금융 주주 입장에서는 BPS가 다소 감소한다. 따라서 ROE와 BPS가 서로 상충되면서 EPS 자체는 주식교환 후 0.6% 증가할 것으로 추정된다(표 6).

### 주식교환은 주가에 긍정적

이론적인 EPS 증가는 작아도 주식교환이 긍정적인 이유는 다음과 같다. 우선 앞서 언급했듯이 지분인수 불확실성 종료로 낮은 자본비용에 따른 할인이 일부 해소된다. 두 번째로 주식교환에 따라 이중레버리지비율과 부채비율이 개선된다. 지주사 전환에 따른 이중레버리지비율 개선으로 주가가 올랐던 우리은행 사례와 비슷한 개념이다. 또한 100% 자회사를 갖춘 금융지주사 체제가 가장 효율적인 금융기업 지배구조로 잘 알려져 있다. 지주사와 자회사간 빠른 자본구조 의사결정이 가능하고 이해상충 여지가 줄어들면서 효율적인 자본 활용이 가능하고 이는 궁극적으로 ROE 상승으로 연결되기 때문이다. 마지막으로 기술적 측면에서 시가총액 및 거래대금 상승으로 중형주 할인요인이 일부 해소될 수 있다.

### 목표주가 8,500원 유지

JB금융에 대한 매수의견과 목표주가 8,500원을 유지한다. 최근 무역분쟁과 고용지표 부진으로 호실적에도 불구하고 주가는 큰 폭으로 하락했다. 경기논란에도 당분간 이어질 실적 증가와 금번 주식교환에 따른 긍정적 영향을 고려하면 과도하게 벌어졌던 목표주가와 실제 주가의 괴리는 좁혀질 전망이다.

#### <표 6> 주식교환 따른 그룹 ROE 및 EPS 효과 추정(KIS 추정)

항목	산식
<b>ROE 제고효과</b>	
기존 17년~18년 지배자기자본 평균 추정치(KIS)	2,576
기존 18년 지배순이익 추정치(KIS)	218
현재 JB 금융 평잔기준 18년 ROE(KIS)	8.5%
지주 지배자기자본 증가액 추정치(KIS)	684
광주은행 18년 이익 가이던스(IR)	142
지주 지배순이익 증가액(IR)	61
교환 후 17~18년 지배자기자본 평균	2,918
교환 후 18년 지배순이익 가능한 수치	280
교환 후 가능한 18년 그룹 ROE	9.6%
<b>그룹 ROE 상승폭(%p)</b>	<b>1.1%</b>
<b>EPS 증감효과</b>	
기존 EPS(원)	1,429
이익 증가율(%)	28%
주식수 증가율(%)	27%
주식교환 후 EPS(원)	1,438
<b>EPS 증가율(%)</b>	<b>0.6%</b>

주: 주식매수청구 없다고 가정  
자료: JB금융지주, 한국투자증권

#### <표 7> 2018년 재무지표 개선 효과(IR 기준)

	주식교환 전	주식교환 후	차이
ROA	0.45%	0.58~0.62%	+13~17bp
ROE	8.2%	9.3~9.9%	+1.1~1.7%p
지주 이중레버리지비율	123.4%	120.5%	-2.9%p
지주 부채비율	29.3%	25.7%	-3.6%p

주: IR 기준  
자료: JB금융지주, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

JB금융지주의 전신인 전북은행은 1969년 전라북도 지역을 기반으로 설립된 지방은행. 전북은행은 2011년 우리캐피탈을 인수한 바 있음. 2013년에는 JB금융지주가 설립되어 지금의 금융지주사 체제를 구축했고, 2014년 10월에는 광주은행을 인수해 영업기반을 공고히 했음. 현재 JB금융지주는 전북은행, 광주은행, JB우리캐피탈, JB자산운용 등을 계열회사로 보유 중임.

- 순이자마진(NIM): 순이자이익 / 이자수익자산(평균)
- 고정이하여신: 건전성에 따라 정상, 요주의, 고정, 회수의문, 추정손실로 여신 분류. 고정, 회수의문, 추정손실 합산
- 고정이하여신비율: 고정이하여신 / 총여신
- 대손율: 대손충당금잔액 / 총여신
- 이익경비율: 일반관리비 / 총영업이익
- 보통주자본비율(CET1 ratio): 보통주자본 / 위험가중자산(RWA)

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
총자산	45,799	47,594	45,477	50,556	52,799
현금 및 예치금	2,219	2,245	2,271	2,545	2,658
유가증권	4,946	4,892	4,381	4,883	5,101
대출채권	36,309	38,122	36,237	40,478	42,288
유형자산	368	368	380	395	409
투자부동산	104	96	97	97	97
관계기업투자	3	5	5	5	5
무형자산과 영업권	168	186	172	186	201
기타자산	1,683	1,680	1,934	1,969	2,041
총부채	42,835	44,507	42,014	46,870	48,860
예수금	31,798	34,539	32,947	36,796	38,438
당기손익인식지정금융부채	0	0	0	0	0
단기매매금융부채	0	0	0	0	0
차입부채	2,327	2,093	2,003	2,241	2,343
사채	7,551	6,660	6,322	7,070	7,388
기타부채	1,159	1,215	741	763	692
자기자본	2,964	3,086	3,463	3,686	3,940
(지배주주지분) 자기자본	2,279	2,429	2,723	2,898	3,098
자본금	777	777	777	777	777
보통주자본금	777	777	777	777	777
신종자본증권	200	200	348	348	348
자본잉여금	523	523	523	523	523
자본조정	(6)	(16)	(16)	(16)	(16)
기타포괄손익누계액	(6)	(11)	(55)	(55)	(55)
이익잉여금	791	956	1,146	1,321	1,520

## 주요재무지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
<b>수익성(%)</b>					
ROE	6.7	8.3	9.0	8.3	9.0
ROA	0.33	0.38	0.42	0.44	0.46
순이자마진(NIM)	2.33	2.40	2.50	2.52	2.57
예대금리차(NIS)	2.47	2.55	2.63	2.66	2.70
Cost-income ratio	56.7	54.3	54.2	54.8	52.0
<b>성장 및 효율(%)</b>					
지배주주 순이익 증가율	24.4	29.7	18.0	0.2	14.7
대출채권 증가율	16.8	5.0	(4.9)	11.7	4.5
충전이익 증가율	3.8	14.1	3.8	(1.0)	19.7
대손비용 증가율	(18.8)	(9.2)	(16.4)	(7.7)	33.5
총자산 증가율	15.0	3.9	(4.4)	11.2	4.4
대출채권/예수금	114.2	110.4	110.0	110.0	110.0
<b>자산건전성(%)</b>					
NPL(고정이하여신) 비율	1.18	0.97	0.98	0.78	0.73
NPL 커버리지 비율	148.4	69.3	87.0	85.4	96.2
<b>자본적정성(%)</b>					
BIS 자기자본 비율	12.0	12.2	13.6	13.7	14.0
보통주자본비율(CET1)	7.9	8.6	9.4	9.6	9.9
기본자본비율(Tier 1 ratio)	9.2	9.7	11.1	11.3	11.5

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

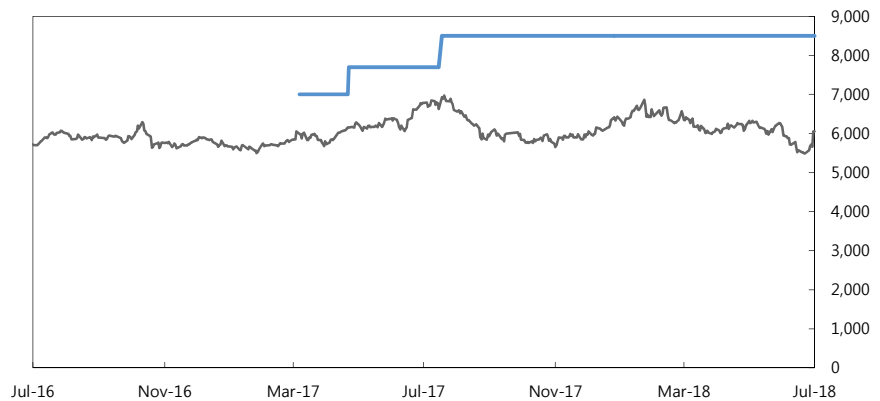
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
총영업이익	1,040	1,154	1,187	1,191	1,343
순이자이익	1,019	1,162	1,205	1,216	1,370
이자수익	1,626	1,774	1,880	1,951	2,257
이자비용	607	612	675	735	888
비이자이익	21	(9)	(18)	(25)	(27)
순수수료 수익	17	13	15	11	16
유가증권 처분/평가	40	31	19	17	19
기타비이자이익 항목	(36)	(54)	(52)	(53)	(61)
대손상각비+충당부채순전입액	198	179	150	138	185
순영업수익	842	974	1,037	1,053	1,158
판관비	590	626	643	652	698
인건비	388	404	411	411	444
각종 상각비	64	74	77	76	84
고정비성 경비	34	35	36	36	39
변동비성 경비	104	114	120	130	131
영업이익	253	348	394	401	461
영업외이익	9	(3)	0	0	0
(총당금적립전이익)	460	524	544	539	645
법인세비용차감전계속사업이익	262	345	394	401	461
법인세비용	60	81	97	100	117
(실효세율)(%)	23.0	23.4	24.5	25.0	25.4
계속사업이익	202	264	298	300	344
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	202	264	298	300	344
(지배주주지분) 당기순이익	143	185	218	219	251

## Valuation

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
<b>주당 지표(원)</b>					
BPS(KIS기준)	13,376	14,586	15,540	16,686	17,991
EPS(KIS기준)	835	1,127	1,315	1,295	1,506
DPS	50	100	150	200	250
<b>주가 지표(배)</b>					
P/B	0.43	0.42	0.39	0.36	0.34
P/E	6.9	5.4	4.6	4.7	4.0
P/PPE	2.7	2.6	2.6	2.8	2.2
배당수익률(%)	0.9	1.6	2.5	3.3	4.1
배당성향(%)	5.4	8.3	10.5	14.0	15.2
<b>ROE 분해(%)</b>					
ROE	6.7	8.3	9.0	8.3	9.0
레버리지(배)	20.5	22.0	21.3	19.1	19.8
이자부자산 비율	93.7	93.6	94.6	94.2	94.6
순이익/이자부자산	0.35	0.40	0.45	0.46	0.48
순이자이익률	2.73	2.71	2.68	2.84	2.86
비이자이익률	0.06	(0.02)	(0.04)	(0.06)	(0.06)
대손상각비율	(0.53)	(0.42)	(0.33)	(0.32)	(0.39)
판관비율	(1.58)	(1.46)	(1.43)	(1.52)	(1.46)
기타이익률	(0.33)	(0.41)	(0.43)	(0.47)	(0.48)

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
JB금융지주(175330)	2017.03.20	매수	7,000원	-15.7	-12.1
	2017.05.05	매수	7,700원	-17.0	-11.0
	2017.07.31	매수	8,500원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 14일 현재 JB금융지주 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.