

2021. 3. 8



▲ 은행/지주

Analyst 은경완

02. 6454-4870

kw.eun@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

BNK금융지주(138930)	Buy	8,000원
DGB금융지주(139130)	Buy	9,500원

은행

지방은행 아웃퍼폼 국면 도래

- ✓ 금리 변동성 장세에도 추세를 지속할 수 있는 종목 선별 노력이 필요한 시점
- ✓ 우리는 지방은행의 낮은 밸류에이션, 이익 기저효과, 자본비율 개선, 외국인 수급 리스크 해소 주목 → 시중은행과의 Valuation gap play 를 가능케 하는 요인들
- ✓ 특히 실적 추정치의 경우 1분기 실적 발표를 전후로 추가 상승 가능성에 무게
- ✓ BNK/DGB 적정주가 각각 8,000 원, 9,500 원으로 상향. 업종 최선호주 추천

은행주 투자에 대한 판단

금리를 기준으로 가치주·성장주가 이분법적으로 구분되는 변동성 장세가 이어지고 있다. 같은 맥락에서 금리 모멘텀 둔화에도 지금의 상승 추세를 지속할 수 있는 종목을 선별하려는 노력이 요구되는 시점이다. 우리는 실적과 자본비율 측면에서 추가 개선 여지가 높은 지방은행을 주목한다.

지방은행 아웃퍼폼 국면 도래

원론적으로 금리 상승 구간에선 비은행 보유에 따른 이익안정성 보단 NIM 개선에 따른 이익 레버리지 효과가 좀 더 주목 받는다. 그럼에도 최근 지방은행의 상대 주가 강도가 생각보다 약하다. '16~'17년 불편했던 경험 탓이다.

당시 경기 개선을 동반한 금리 상승 구간에도 지방은행의 De-valuation 현상은 심화됐다. 거액 부실이 지속적으로 발생하는 가운데 중소기업 중심의 대출 구성상 경상총당금 역시 시중은행 대비 더디게 개선됐기 때문이다. 여기에 '14~'15년 단행한 갑작스런 유상증자에도 여전히 낮았던 자본비율이 주가의 발목을 잡았다.

반면 이번엔 다르다. 충분한 코로나 19 관련 총당금 적립은 물론 더 이상의 부실도 발생하지 않고 있다. 또한 가계 여신 비중 상승으로 경상총당금 추가 개선도 기대해 볼 만하다. 만약 시장의 예상대로 상반기 내 내부등급법이 적용될 경우 그간 약점으로 지목되던 자본비율도 시중은행과 대등한 수준으로 상승하게 된다.

BNK금융지주/DGB금융지주 적정주가 상향

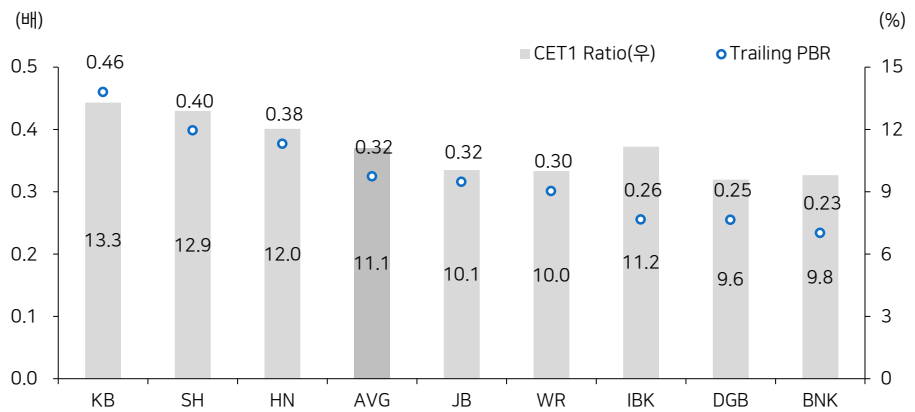
주가 모멘텀 측면에서 '21년은 시중은행 보다 지방은행에게 유리한 한 해다. 낮은 밸류에이션, 이익 기저효과, 자본비율 개선, MSCI 편출에 따른 외국 수급 리스크 해소 등은 모두 Valuation gap play 를 가능케 하는 요인들이다. 특히 실적 추정치의 경우 1분기 실적 발표를 전후로 가파른 NIM 개선, 대손비용 하락 등을 반영하며 추가 상승할 가능성이 높다. BNK 금융지주/DGB 금융지주의 적정주가를 각각 8,000 원, 9,500 원으로 상향 조정하며, 업종 최선호주로 추천한다.

은행주 투자에 대한 판단

현재 은행주 주가의 방향성은 금리가 종목간 밸류에이션은 자본력이 결정한다. 과거 대비 실적과 금리와의 상관관계가 낮아졌음에도 '은행=금리'라는 투자자들의 고정관념이 여전한 가운데 높은 자본력이 M&A 및 비은행 자회사 증가, 글로벌 진출, 배당 수익률 등에 우위를 제공하며 나타난 결과다.

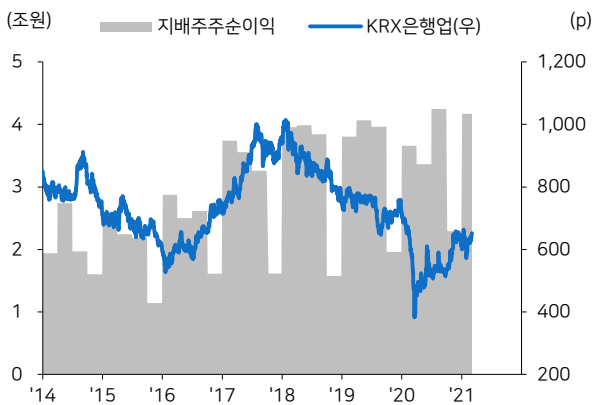
같은 맥락에서 현재의 금리 상승 또는 인플레이 투자 환경은 은행주에 우호적이다. 금리 상승의 동인이 재정정책 확대에 따른 채권 수급 부담이든, 경기 회복 기대감이 투영된 영향이든, 공급주도 물가 상승 압박이든지는 크게 중요치 않다. 그간 성장주에 쏠려있던 시장의 관심을 환기 시켜준 것만으로도 주가엔 긍정적이다. 물론 타 업종과 달리 ROE 개선은 물론 Risk Premium 하락에 따른 밸류에이션 할인율 축소도 기대 가능하다.

그림1 상장은행 밸류에이션과 CET1 비율



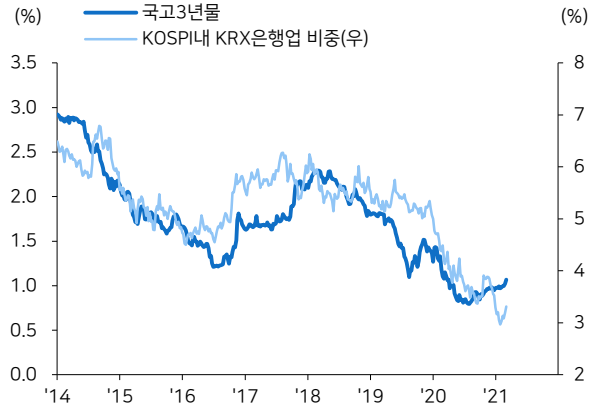
자료: 각사, KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림2 실적과 주가의 De-coupling



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 금리가 은행주 방향성 결정

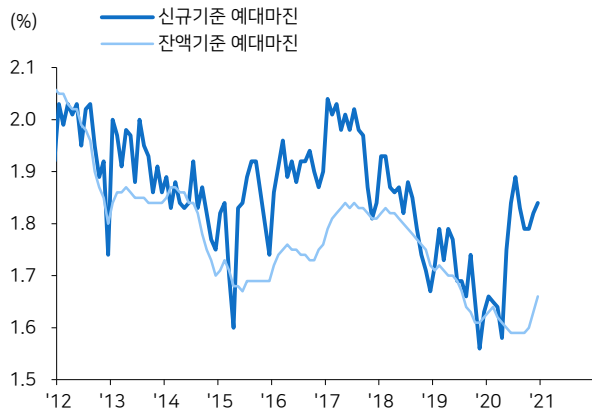


자료: 메리츠증권 리서치센터

급격한 금리 하락이 없다면 NIM은 완만한 개선 추세를 지속할 가능성이 높다. 잔액기준 예대마진은 지난 10월을 저점으로 바닥을 통과했으며, 4분기 실적에서 확인할 수 있듯이 일부 지방은행들의 NIM은 이미 상승 전환했다. 지난 해 약 10% 내외의 자산이 증가한 은행 입장에서 순이자이익 증가에 따른 이익 개선이 확실시되고 있는 셈이다.

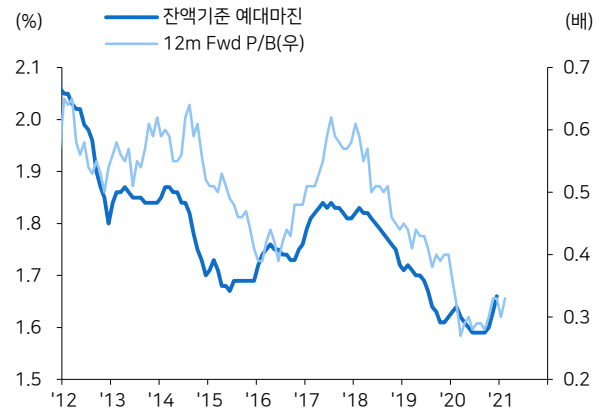
다만 걱정이 있다면 주식의 선행성이다. 최근 금리 상승이 가팔랐던 만큼 지금의 상대적 주가 강세가 이를 이미 상당부분 선반영 한 것 아니냐는 의문이다. 추측하건대 소위 투자자들의 손이 잘 나가지 않는 것도 같은 이유다. 장기간 지속된 실적과 주가의 De-coupling 원인이 금리 방향성에 기인했다는 점에서 금리 안정은 증시에는 호재일 수 있겠으나 은행주에겐 금리 모멘텀 둔화로 비춰질 수 있다. 또한 연준을 포함한 글로벌 중앙은행의 급격한 태도 변화 가능성이 제한적인 만큼 추가 금리 상승 가능성에 대한 의구심도 투자심리에 부정적으로 작용한다.

그림4 신규/잔액 기준 예대마진 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림5 잔액기준 예대마진과 은행업종 밸류에이션



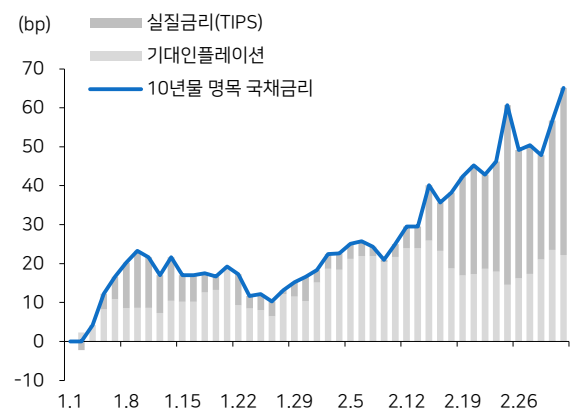
자료: 한국은행, KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림6 만기별 미국 국채금리 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 연초 이후 미국 10년물 국채금리 변화 도해



자료: 메리츠증권 리서치센터

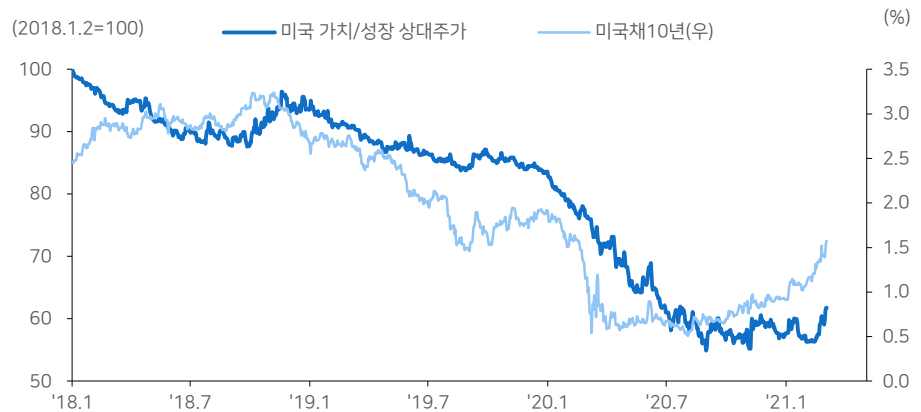
우리가 느끼는 주식시장의 전반적인 분위기도 비슷하다. 코로나19가 초래한 극단적인 저금리와 과잉 유동성 공급, 이로 인한 성장주 중심의 높은 주가 상승을 경험한 투자자들이 많은 만큼 내심 금리가 재차 하락하길 바라는 눈치가 여전히 많이 보인다.

단적으로 지난 금요일 고용지표 호조에 미 국채 10년물이 1.6%를 넘어서며 불안감을 증폭시켰으나 이내 안정되며 증시는 그간 큰 폭의 조정을 겪은 성장주 중심으로 상승 마감했다. 반면 은행주의 상대강도는 약해졌다.

시장의 직관적인 접근처럼 '금리 상승기엔 가치주, 금리 하락기엔 성장주'와 같은 일차원적인 공식은 성립하지 않는다. 그러나 최근 시장의 반응만 놓고 보면 당분간은 금리에 일희일비 하며 높은 변동성을 보일 공산이 크다.

결국 지금 유효한 투자전략은 지금의 환경에서 상승 추세를 지속할 수 있는 종목을 선별하는 노력이다. 우리는 실적(NIM 개선 폭, Credit cost 하향안정화)과 자본비율(내부등급법 승인) 측면에서 추가 개선 여지가 높은 지방은행을 주목하고 있다.

그림8 금리와 주식 스타일



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

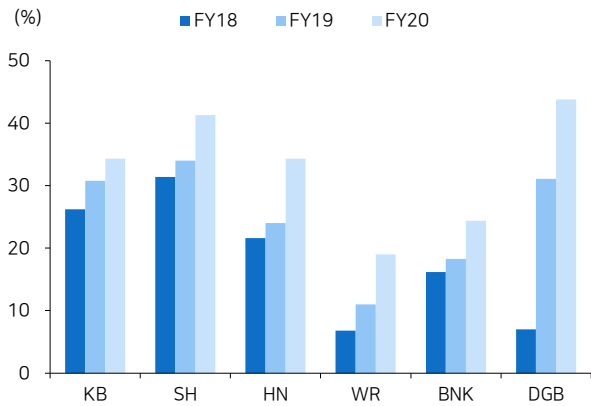
지방은행 아웃퍼폼 국면 도래

금리 방향성에 따라 은행주 투자 포인트는 바뀌기 마련이다. 금리 하락기엔 비은행 보유에 따른 이익안정성이 우선시되나 반대의 경우 NIM 개선에 따른 이익 레버리지 효과가 좀 더 주목 받는다. 최근 지방은행의 약진도 같은 논리로 설명된다.

과거 데이터를 살펴봐도 시중은행 대비 지방은행 밸류레이션 갭 추이는 금리와 그레를 같이 했다. 특이했던 시점은 '16~'17년이다. 경기 개선을 동반한 금리 상승 구간에서 지방은행의 상대적 주가 부진은 되려 심화됐다.

이유는 간단하다. 실적이 부진했기 때문이다. NIM 개선에 따른 순이자이익은 공통된 사항이었으나 총당금 규모가 승패를 갈랐다. 시중은행은 대규모 총당금 환입, IFRS9 도입에 대비한 보유 유가증권 매각의 등이 발생하며 큰 폭의 이익 성장을 시현한 반면 지방은행은 경기민감업종 관련 거액 부실이 지속 발생하며 뒷걸음질 쳤다.

그림9 FY18~20 상장은행 비은행 당기순이익 기여도



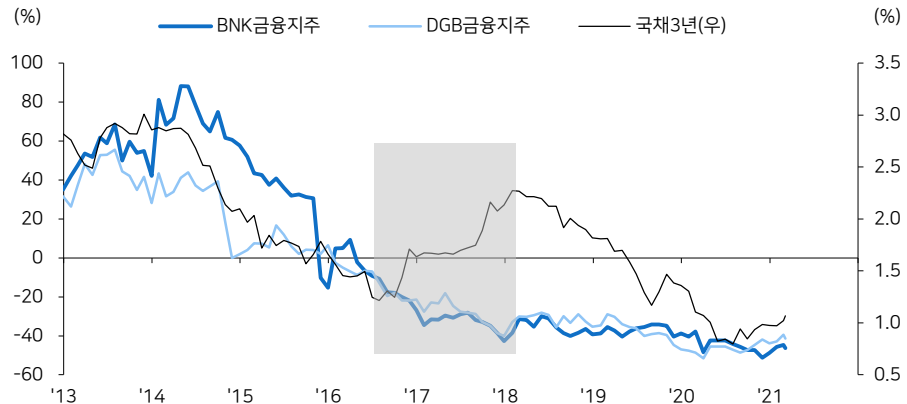
자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 시중은행 대비 지방은행 아웃퍼폼 중



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림11 KB금융 대비 지방은행 밸류레이션 갭 및 시중금리 추이

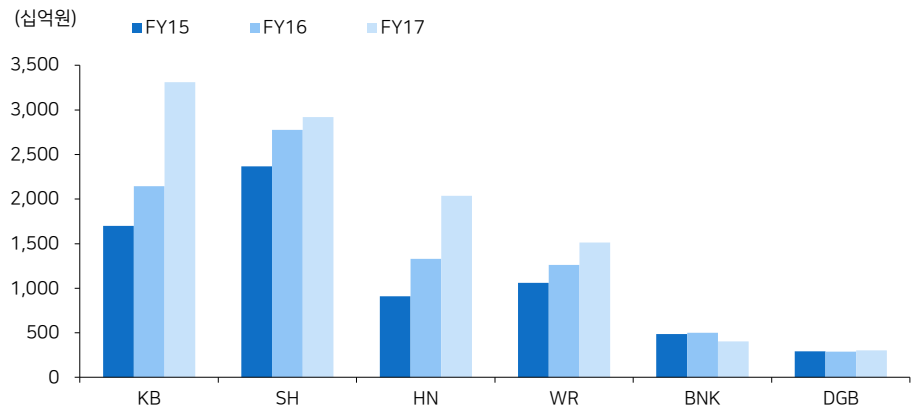


자료: 각사, 금투협, 메리츠증권 리서치센터

상기 일회성 요인 유무의 영향 외에 경상총당금도 차별화 된 흐름을 보였다. 시중 은행은 부동산 활성화 정책 등의 영향으로 모기지 자산이 급증하며 경상총당금이 빠르게 하향 안정화 되었으나, 지방은행은 중소기업여신 중심의 대출포트폴리오 구성상 하락 속도가 더뎠다.

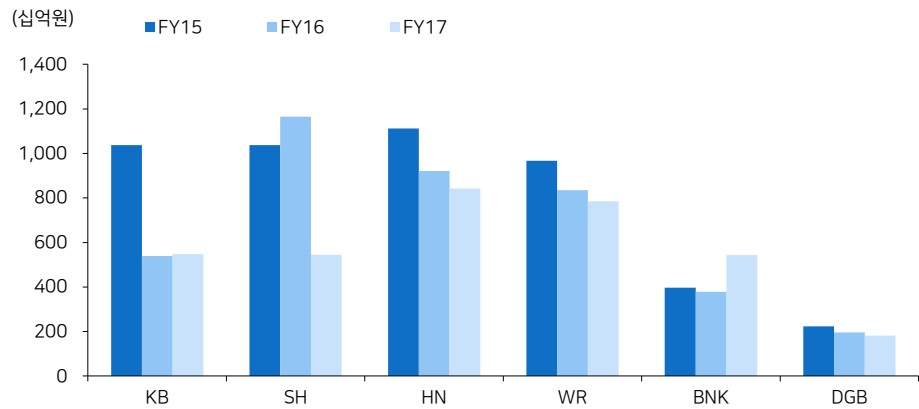
요컨대 '14년(DGB금융지주), '15년(BNK금융지주) 갑작스런 유상증자로 투자심리가 위축되었던 상황에서 마주한 지속된 실적 부진은 자연스럽게 투자자들의 무관심으로 이어지며 장기간 Value Trap에 갇히게 되는 빌미를 제공했다.

그림12 FY15~17 지배주주순이익 추이



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

그림13 FY15~17 총당금 전입액 추이

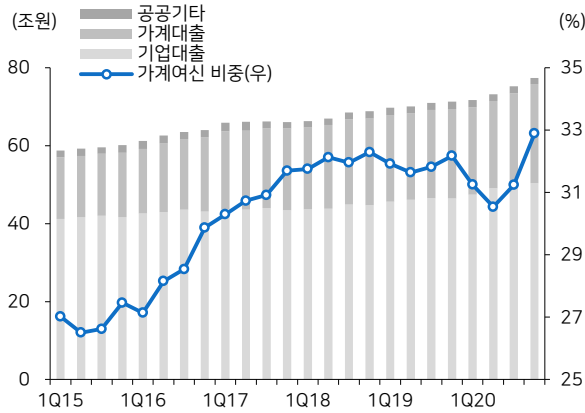


자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

그러나 이번 금리 상승 구간을 맞이하는 지방은행의 펀더멘탈은 과거와는 확연히 달라졌다. NIM 개선 폭은 이미 시중은행을 앞서고 있으며 지역 제조업 경기 회복 및 부동산 가격 상승으로 원화대출 성장률도 견조한 수준을 유지하고 있다.

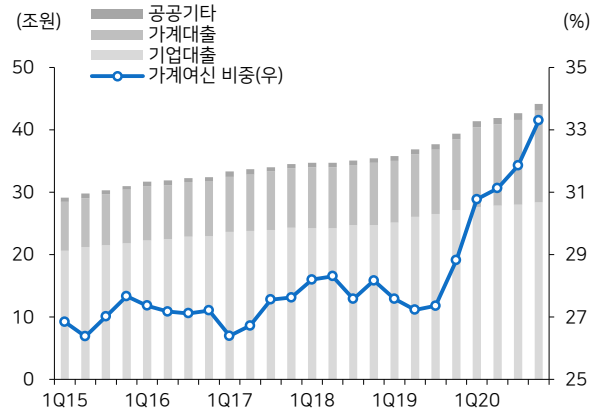
Top line 개선에 대한 확신과 함께 총당금 역시 추가 하락 여지가 다분해 보인다. 코로나19 관련 추가 총당금 적립을 충분히 마친 상황에서 대규모 지역 부실도 더 이상 발생하지 않고 있다. 지난 몇 년간 실시한 부실 자산 감축 노력의 결과물로 지난 4분기 BNK금융지주의 호실적은 그 방증이다. 여기에 BNK금융지주, DGB금융지주 모두 가계여신 비중이 빠르게 올라오고 있는 만큼 자산 포트폴리오 변화에 따른 긍정적 영향도 기대 가능하다.

그림14 BNK금융 원화대출금 잔액 및 가계여신 비중 추이



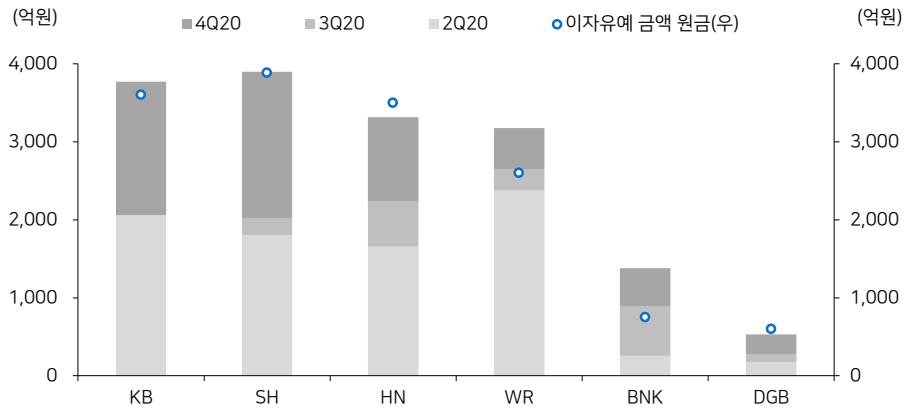
자료: BNK금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림15 DGB금융 원화대출금 잔액 및 가계여신 비중 추이



자료: DGB금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림16 코로나19 총당금 잔액 및 이자유예 금액 원금



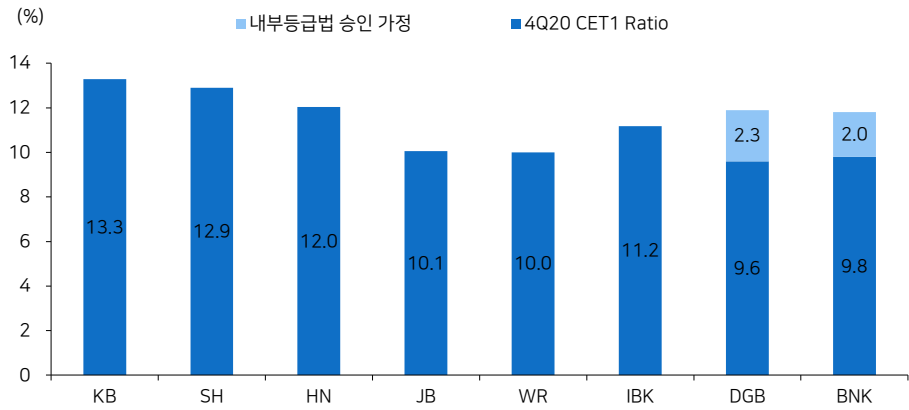
자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

호실적이 주가 상승의 필요조건 이라면 충분조건은 배당성향 확대다. 지방은행이 장기간 De-valuation 된 이유도 대규모 유상증자에도 불구하고 시중은행 대비 뒤 떨어지는 자본력과 배당성향의 영향이 컸다.

언론 보도를 참고시 빠르면 상반기 내 BNK금융지주와 DGB금융지주의 내부등급법 승인이 예상된다. 내부등급법 적용시 각각 200bp, 230bp 내외의 CET1 비율 제고가 기대되며, 시중은행과 달리 D-SIB(시스템적 중요은행, 1% 추가 자본 요구)에 해당되지 않기에 시중은행과 대등한 수준의 자본비율을 갖출 수 있게 된다.

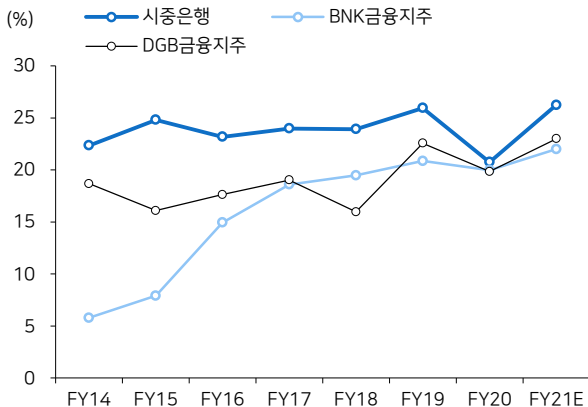
금융당국의 배당 자체 권고가 6월말 까지라곤 하나 불확실한 실물 경기 여건을 감안할 때 배당성향 상향 기대는 아직은 시기상조다. 반면 지방은행은 시중은행과의 자본비율의 격차 축소에 점진적 개선이 가능해진다. 이를 반영한 FY21E 배당수익률은 BNK금융지주, DGB금융지주 각각 6.2%, 6.4%로 업종 평균을 상회하는 것으로 추정된다.

그림17 내부등급법 승인시 지방은행 자본비율 시중은행 수준에 근접



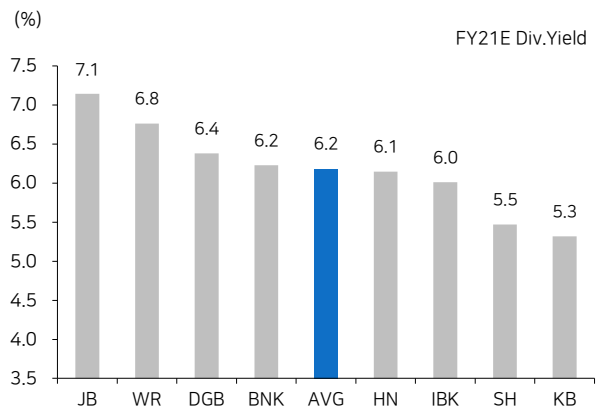
자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

그림18 상장은행 배당성향 추이 및 전망



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

그림19 지방은행 예상 배당수익률 업종 평균 상회



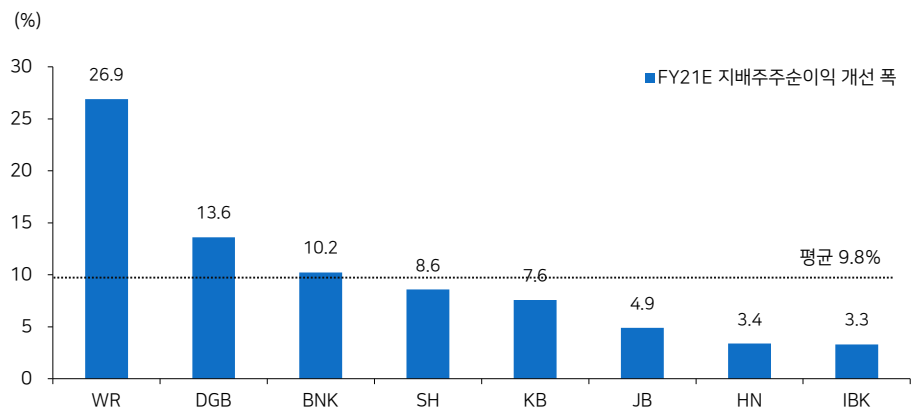
자료: 각사, KRX, 메리츠증권 리서치센터

BNK금융지주/DGB금융지주 적정주가 상향

지방은행 자산 건전성을 향한 투자자들의 우려 섞인 시선은 충분히 공감하고 있다. 일례로 조선, 자동차 업종 등에 연동되던 주가 움직임만 봐도 투자심리가 얼마나 취약한 지 알 수 있다. 또한 중장기적으로 지방은행의 밸류에이션이 시중은행을 넘어서긴 힘들다는 점도 인정한다.

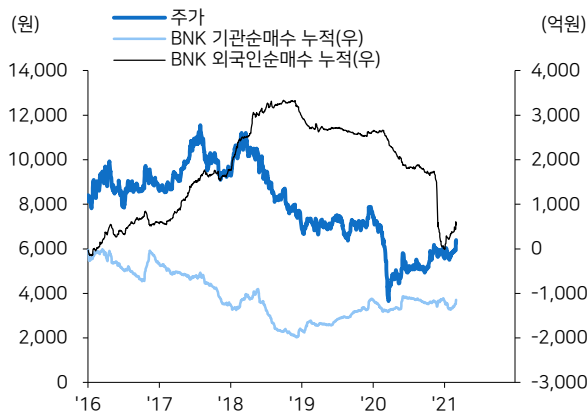
다만 주가 모멘텀 측면에서 '21년은 지방은행에 유리한 한 해임에는 분명하다. 낮은 밸류에이션, 이익 기저효과, 자본비율 개선, MSCI 편출에 따른 외국인 수급 리스크 해소 등은 모두 Valuation gap play를 가능케 하는 요인들이다. 특히 실적 추정치의 경우 1분기 실적 발표를 전후로 가파른 NIM 개선, 대손비용 하락 등을 반영하며 추가 상승할 가능성이 높다. BNK금융지주/DGB금융지주의 적정주가를 각각 8,000원, 9,500원으로 상향 조정하며 은행업종 최선호주로 추천한다.

그림20 컨센서스 기준 상장은행 FY21E 지배주주순이익 개선 폭



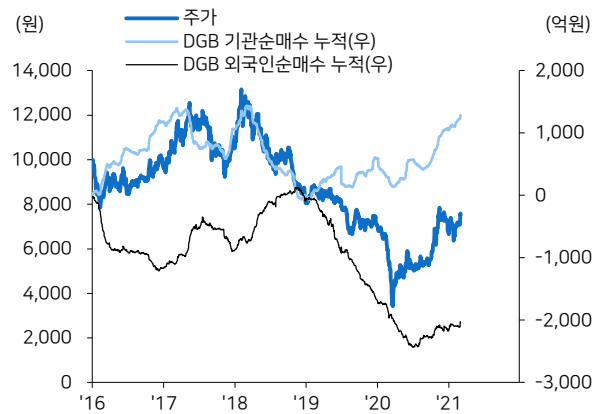
주: DGB금융지주는 4Q20에 발생한 생명 관련 회계이익 208억원(세후) 제외 수치(이를 포함한 증익폭은 6.5%)
 자료: 각사, Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림21 BNK금융지주 기관/외국인 수급 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림22 DGB금융지주 기관/외국인 수급 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표1 BNK금융지주 적정주가 산출 Table			
	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	6.6
Cost of Equity	%	$B=C+(D * E)$	11.0
Risk Free Rate	%	C	1.5
Risk Premium	%	D	8.3
Beta	배	E	1.2
COE 조정계수	%	F	7.0
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	18.0
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.35
Premium/Discount	%	J	-20.0
Target PBR	배	$K=I*(1+J)$	0.28
12M Fwd BPS	원	L	28,315
적정주가	원	$M=K*L$	8,000
현재가(3/5)	원	N	6,260
Upside Potential	%	$O=(M-N)/N$	27.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 DGB금융지주 적정주가 산출 Table			
	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	6.8
Cost of Equity	%	$B=C+(D * E)$	13.3
Risk Free Rate	%	C	1.5
Risk Premium	%	D	8.3
Beta	배	E	1.4
COE 조정계수	%	F	7.0
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	20.3
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.33
Premium/Discount	%	J	-10.0
Target PBR	배	$K=I*(1+J)$	0.30
12M Fwd BPS	원	L	31,403
적정주가	원	$M=K*L$	9,500
현재가(3/5)	원	N	7,520
Upside Potential	%	$O=(M-N)/N$	26.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

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

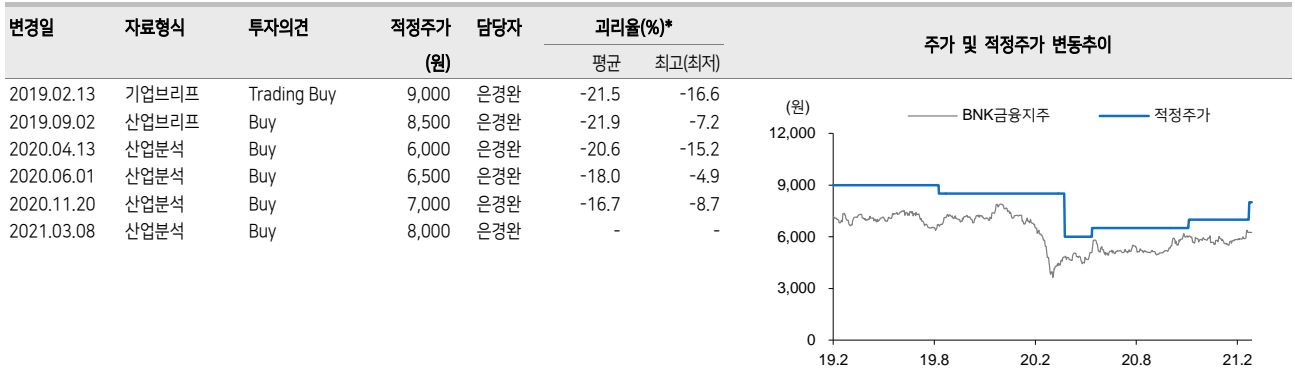
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

BNK 금융지주 (138930) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



DGB 금융지주 (139130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

