



# 우리금융지주 (316140)



2022년 11월 4일

## 우리 금지옥엽, 우리금융지주!

### 현시점 어느 업종보다도 탄탄한 기초체력

동사의 2023 Fwd BPS 47,292원에 Target PBR 0.31을 적용한 14,700원을 목표주가로 제시한다. 은행주는 대표적인 경기방어주로 시세차익보다 꾸준하고 높은 수준의 배당수익률에 매력을 느끼는 투자자들이 많다. 하지만 최근에는 기준금리가 가파르게 상승하며 은행의 수익성이 개선되고 있기 때문에 주가의 튼튼한 하방까지 지지해주고 있는 상황이다. 끝을 모르는 증시악화 속, 은행주만큼 꾸준한 수익률을 올릴 수 있는 섹터는 없을 것이다.

### 얼어붙은 채권시장, 뜨거워진 은행대출 - 투자포인트

여기에 더불어 레고랜드 사태가 불지핀 채권시장의 불안은 동사에게 큰 수혜로 다가올 전망이다. 채권시장의 거래가 급감하자 기업들의 자금 수요는 빠르게 은행 대출로 옮겨오고 있다. 이 사태를 파악한 정부 역시 채권시장 안정을 위한 은행의 유동성 공급에 정책적 지원을 아끼지 않고 있다. 금융시장에 찾아올 위기에 대한 가능성에 모두가 불안해하고 있을 때, 동사는 조용히 그 수혜를 받을 준비를 하고 있다. 기업들의 자금수요가 어떻게 은행의 수혜로 이어질지, 그리고 정부의 채권시장 안정 정책이 동사에게 어떠한 영향을 미칠 것인지 살펴보자.

### 증권사 인수를 통한 스텝업, 지금이 적기다 - Potential

동사는 4대 금융지주 중 유일하게 증권사를 포트폴리오에 보유하지 않은 기업이다. 이에 따라 이익의 90%가 은행에서 발생한다. 최근 같은 증시 불황에는 증권사를 보유하지 않은 것이 수혜가 될 수 있겠지만, 시장은 이익이 한 사업부에만 치중되어 발생하는 것을 동사가 타 금융지주 대비 Multiple을 할인 받게 되는 가장 큰 원인으로 지목한다. 드디어 기회가 찾아왔다. 증권사들의 몸값은 떨어질 대로 떨어졌고, 시장에 하나 둘 매물이 나오고 있다. 동사가 보유한 자금여력은 충분하다. 이제 완전한 금융지주로 발돋움할 시간이다.

추정 손익계산서 (단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22(잠정)	2022E	2023E
영업이익	2,799,976	2,080,394	3,659,749	1,228,442	1,203,746	1,271,000	5,210,717	8,531,142
영업외손익	(76,927)	(79,143)	89,492	(63,365)	99,163	17,000	0	0
법인세차감전이익	2,723,049	2,001,251	3,749,241	1,165,077	1,302,909	1,288,000	5,210,717	8,531,142
법인세수익(비용)	(685,453)	(486,002)	(941,870)	(292,605)	(316,586)	(354,000)	(1,295,363)	(2,120,807)
당기순이익	2,037,596	1,515,249	2,807,371	872,472	986,323	934,000	3,915,354	6,410,334

### Rating

## Buy

목표주가: 14,700 원

현재주가: 11,450 원

상승여력: 28.4 %

연간 예상배당: 1,050 원

### 12M 주가추이

시가총액 8 조 3,363 억원



### Balance sheet data

순자산 29 조 5,060 억원

PBR 0.31x

ROE 11.36 %

### Earning data

PER 2.84x

당기순이익 2 조 8,074 억원

EPS 4,028 원

### 주요 주주

우리금융지주우리사주 5.42%

우리은행우리사주 3.96%

국민연금공단 7.86%

노비스1호유한회사 5.57%

### SMIC 3 팀

팀장 45 기 오승환

팀원 45 기 차환진

46 기 강민지

46 기 신기원

46 기 이태성

# CONTENTS

---

Intro	03
얼어붙은 채권시장, 뜨거워진 은행대출 - 투자포인트	04
증권사 인수를 통한 Step Up, 지금이 적기다 - Potential	23
Valuation	27
Appendix	31

## Intro

금융업은 신뢰의 산업이다. 신뢰란 상대방의 의도나 행동에 대한 긍정적인 기대에 근거하여 취약함을 감수하려는 의도로 구성된 심리적 상태를 의미한다. 미래 손실 가능성(불확실성)이라는 본질적인 취약점에도 불구하고 금융업이 성립하는 것은 신뢰가 존재하기 때문이다.

2022년 9월 28일 발발한 레고랜드 사태는 채권시장에서의 본질, 신뢰를 무너뜨렸다.

금융의 본질인 신뢰를 무너뜨린 대가는 처참하다. 금융시장에서 신뢰가 무너지면, 그 누구도 기꺼이 불확실성을 감수하지 않는다. 그리고 불확실성에 대한 감내가 없으면, 자금의 유통은 얼어붙는다. 오늘날, 무너진 신뢰에서 촉발된 자금경색은 수많은 기업들의 생명을 위협하고 있다.

신뢰의 공백을 틈타 번지는 불안 한가운데, 국내 굴지의 금융지주사로서의 동사의 역할은 막중하다. 동사는 물가안정과 환율방어를 위해 통화긴축을 이어나갈 한국은행을 대리하여 시장에 유동성을 공급해야 하는 상황에 있다. 즉, 채권시장의 경색으로 하여금 전이된 대출수요와 자금수요를 소화(消化)하여 시장의 불안을 소화(消火)해야 한다.

여기에 한국은행의 금융지주사 유동성 공급지원대책은 동사에게 힘을 실어줄 전망이다. 이에 더불어 높은 은행비중과 낮은 PF 노출도, 그리고 추후 예견되는 증권사 인수 가능성은 작금의 상황과 리스크에 최적화된 동사의 우위를 보여준다.

즉, 급증하는 자금수요와 유동성공급 지원대책에 힘입어 금융지주사로서 동사의 역할과 우위를 다한다면, 동사는 증가하는 Q를 온전히 소화할 수 있다. 이에 더해, 유동성 공급과는 상반되는 금리인상기조와 기업대출 수요증가는 예대마진(P-C)의 증가를 견인하여 동사의 수혜를 확대시켜줄 것이다.

한국 금융시장의 신뢰의 공백을 메꾸고 불안을 안정으로 바꾸어 그 수혜를 톡톡히 누릴 동사의 상황을 살펴보자.

## 얼어붙은 채권시장, 뜨거워진 은행대출 - 투자포인트

본 장에서는 레고랜드 사태라는 나비효과가 채권시장의 업황과 국가 정책에 어떤 폭풍을 몰고 올 것인지 설명하고 이에 동사가 어떤 수혜를 받을 수 있을지를 보일 것이다. 수요측면에서는 채권시장의 급랭에서 기인한 은행 대출이 증가할 것임을, 공급 측면에서는 국가 정책을 통해 금융지주사를 통한 유동성 증가가 일어날 것임을 피력하며 이러한 상황 속에서 동사가 가장 큰 수혜를 받을 것임을 보이고자 한다.

### 1.1. 레고랜드 사태

레고랜드 사태. 사람들에게 가족 혹은 친구들과 놀러가기 좋은 테마파크로서 잘 알려진 레고랜드가 '22년 하반기 국내 금융시장에서 가장 큰 폭풍이 되어 돌아왔다.

레고랜드는 Disney 다음으로 제일 가는 영국의 엔터테인먼트 그룹인 Merlin Entertainment(머린 엔터테인먼트)가 운영하는 글로벌 테마파크이다. Merlin은 영국을 시작으로 미국, 중국, 독일, 말레이시아를 지나 '10년부터 강원도 춘천에 레고랜드 사업을 유치하기 시작했다. 그리고 기존의 계획대로 사업진행이 순항했다면 '15년부터 레고랜드가 운영될 계획이었으나 일련의 과정을 거치며 7년간 연기되어 '22년부터 운영되기 시작했다.

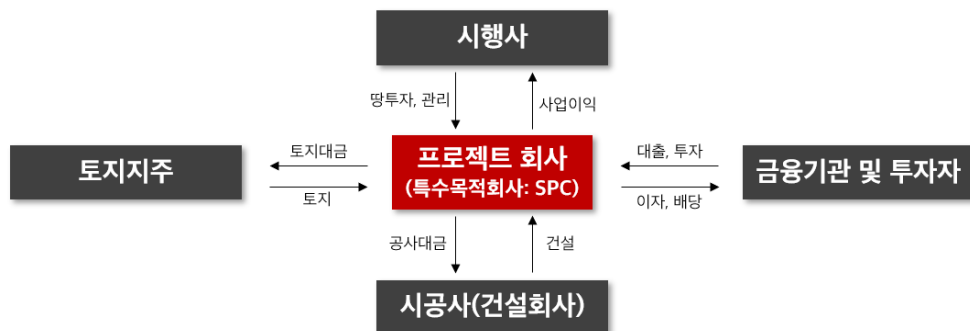
레고랜드 도산 위기 이후의 자금 조달을 통해 회생!

공사를 진행하던 중, '14년 레고랜드의 부지에서 세계 최대 규모의 선사시대 도시 유적지가 발견되며 공사는 중단되며 레고랜드 사업 자체가 무산될 위기에 빠지게 된다. 이에 강원도 중도 개발공사(GJC)는 1,800억을 추가 출자하고 이에 더해 '아이원제일차'라는 SPC를 설립해 PF를 통해 ABCP(자산유동화기업어음)을 발행하여 2,050억원을 추가적으로 조달한다.

PF를 통한 자금조달  
->모든 사태의 시작

그리고 이때 GJC가 이용한 PF를 통해 자금조달한 것이 레고랜드 사태의 시발점이 된다. 이때 사용된 PF(Project Financing)는 돈을 빌리는 사업자의 신용도와는 관계없이 그 사업자가 추진하는 프로젝트로부터 나올 현금과 자산을 담보로 돈을 빌려주는 금융기법을 의미한다. 담보로 잡힐 자산 없이 프로젝트를 성공시켜 발생한 현금을 통해 채무를 갚아야 하는 금융기법이기에 프로젝트가 실패하게 되면 시행사와 시공사 모두 투자 리스크를 지게 된다. 그리고 레고랜드 사태는 이러한 특성에 크게 기인한다.

그림 1-1. PF (Project Financing) 구조도

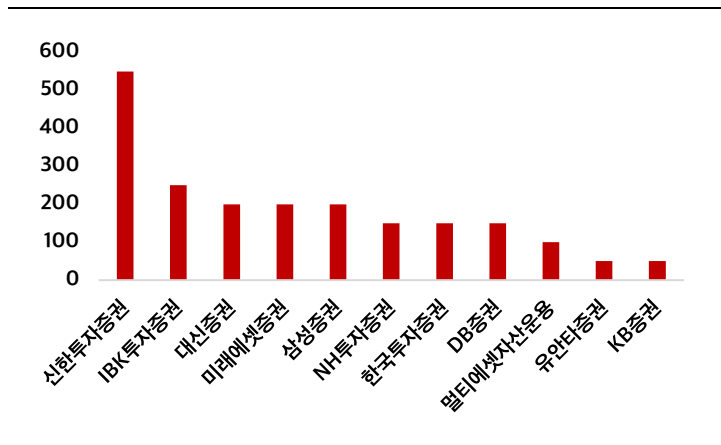


출처: SMIC 3팀

강원도의 보증으로  
자금조달 가능했던 GJC!

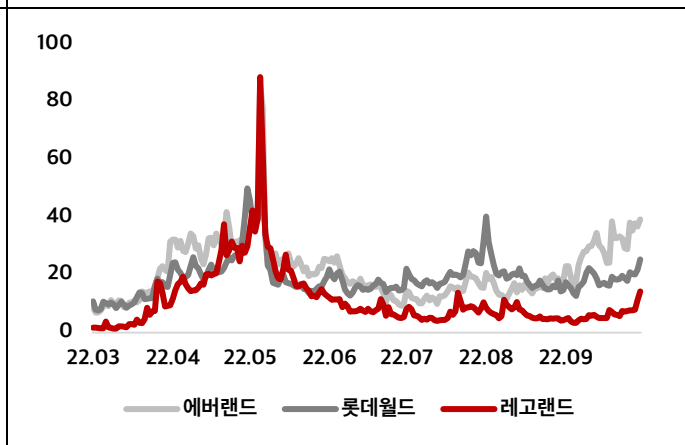
PF-ABCP로 자금조달할 당시의 GJC 부채비율은 600%를 넘고 적자인 상태였기에 강원도 측에서 보증을 서며 신용도를 높여 자금조달을 할 수 있었다. 보통의 경우 지자체가 보증을 서면 이를 정 부채로 간주하여 금융회사들은 신용 부도 위험이 없다고 판단하고 ABCP를 망설임 없이 사게 된다.

그림 1-2. 레고랜드 ABCP 투자 현황 (단위: 억 원)



출처: 언론보도종합, SMIC 3팀

그림 1-3. 국내 유명 테마파크 검색 트렌드 (단위: %)



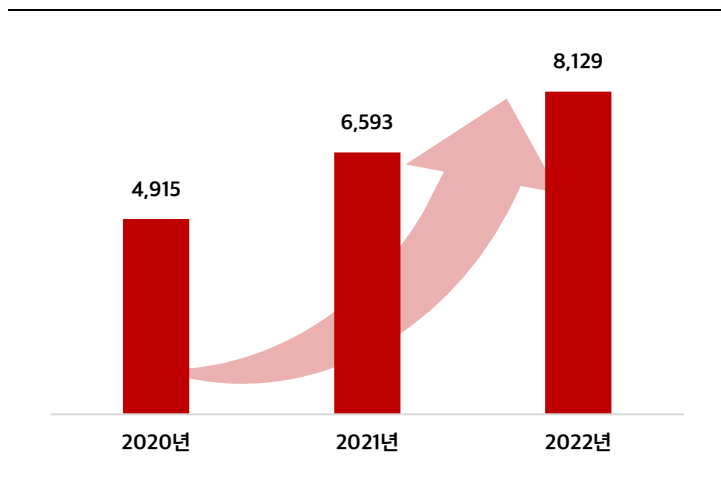
출처: 검색 엔진, SMIC 3팀

### 1.2. 레고랜드 사태, 그 이후의 연쇄반응

오픈하고 나니 입장 수익이 부족해 이자를 내기 힘들었던 레고랜드

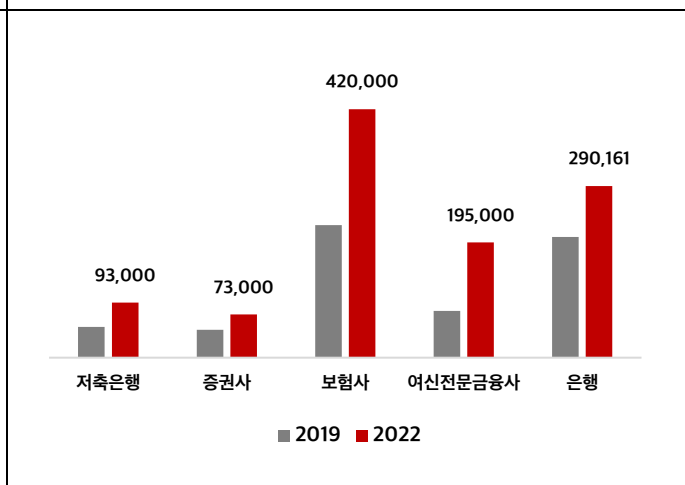
이렇게 마련한 2,050억 원의 자금을 통해 GJC는 성공적으로 공사를 마무리하여 올해 5월 5일 어린이날 춘천 레고랜드가 오픈할 수 있었다. 그러나 긴 시간과 우여곡절 끝에 시작한 레고랜드였지만 막상 오픈하고 나니 더 큰 문제가 발생하기 시작했다. 오픈 초기에는 국내 유명 테마파크들에 비해 많은 사람들이 찾는 명소였지만, [그림 1-3.]에서 볼 수 있듯이 레고라는 단순한 아이템과 춘천이라는 상대적으로 먼 지리적 요인이 맞물려 사람들의 발 길이 몇 달 만에 끊기게 된 것이다. 즉, 레고랜드 입장 수익으로 ABCP를 갚도록 약정을 했으나 입장 수익이 부족해 이자를 내기 어려워진 것이다.

그림 1-4. 강원도 실질채무 추이 (단위: 억 원)



출처: 언론보도, SMIC 3팀

그림 1-5. 금융업권별 부동산 PF 취급 현황 (단위: 억 원)



출처: 언론보도, SMIC 3팀

레고랜드 사태 이후 지자체 보증 ABCP 모두 재검토! 그러한 상황 속에서 지난 몇 년간 급격하게 재무건전성이 악화된 강원도 측에서 보증채무를 이행하지 않고 회생 신청을 하며 레고랜드 사태가 터지게 된다. 정부채와 동급으로 평가받는 지자체가 보증의무를 이행하지 않게 되자 금융사들이 가지고 있는 지자체 보증 ABCP를 모두 점검하고 재평가하는 일이 발생하게 된다.

이러한 일련의 과정들을 거치며 시장의 센티가 완전히 얼어붙게 되자 도로공사, 한전, 철도공단의 회사채와 같은 우량 공사채들의 유찰이 끊이지 않고 있다. 더불어 롯데건설은 긴급 유상증자를 실시하였으며 둔촌주공 조합은 만기를 하루 앞두고 PF를 차환하는 등 강원도가 2,000억원 규모의 보증 채무를 이행하지 않은 것을 시작으로 전 채권 시장이 얼어붙는 연쇄반응이 일어나고 있다.

모든 사태의 트리거가 된 레고랜드 사태 사실 PF부문의 건전성 위협에 대한 우려는 이번 사태 이전에도 지속적으로 있었다. 작년 4분기부터 급격하게 상승한 금리로 인해 부동산 부문이 본격적으로 위축되고 있었으며, 경기 침체 불안감이 커지고 있던 와중 레고랜드 사태가 터지면서 수면 아래 있던 채권시장의 위험성이 겉으로 드러나게 된 것이다.

## 2.1. 증가하고 있는 은행업에 대한 수요, 대출

*이렇게 금융업에 치명적일 것으로 보이는 채권시장의 경색은 아이러니하게도 은행업을 통해 대부분의 수익을 창출하는 금융지주사들에게 수요 증가로 돌아온다. 이번 절에서는 채권시장 둔화가 어떻게 은행업의 수요 증가로 돌아오게 되었는지 알아볼 것이다.*

80% 이상의 수익을 이자수익을 통해 버는 은행 국내 금융지주사들에게는 다양한 자회사들이 있지만, 결국 가장 큰 수익을 담당하는 것은 은행이다. 은행은 다시 다양한 곳에서 수익을 창출하는데, 이는 크게 이자수익과 수수료수익(비이자수익)으로 나뉘어지며, 우리나라의 경우 80% 이상의 수익이 이자수익을 통해 창출된다. 그리고 이자수익 중에서는 대출을 통해 얻는 대출채권이자가 대부분을 차지한다. 한마디로 국내 금융지주사들의 수익은 결국 대출채권이자에 달려 있으며, 대출을 얼마나 많이 해주고 있는지에 따라 결정된다.

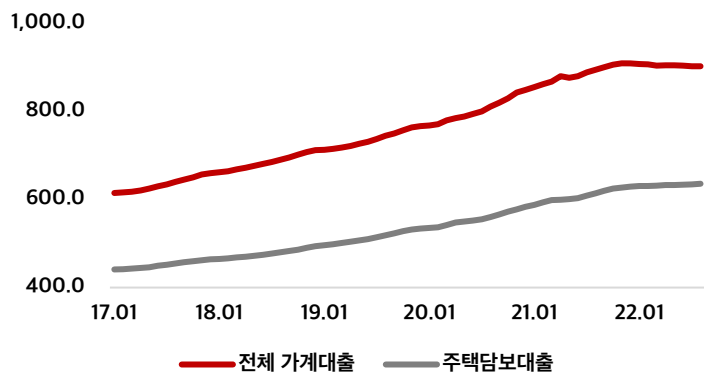
따라서 은행업에 있어서 수요의 증가란, 대출의 증가를 의미한다. 그렇다면 지금 대출을 위해 은행을 찾고 있는 고객들은 얼마나 있을까?

## 2.2. 감소하는 가계 대출, 그러나 이를 상회하는 기업 대출

가계대출과는 달리 지속적으로 증가하는 기업대출 대출을 위해 은행을 찾는 고객은 크게 가정과 기업이 있다. 가정에서 하는 은행 대출을 가계대출, 기업에서 하는 은행 대출을 기업대출이라고 부른다. 그리고 감소하는 가계대출과는 반대로 기업대출은 지속적으로 증가하고 있다.

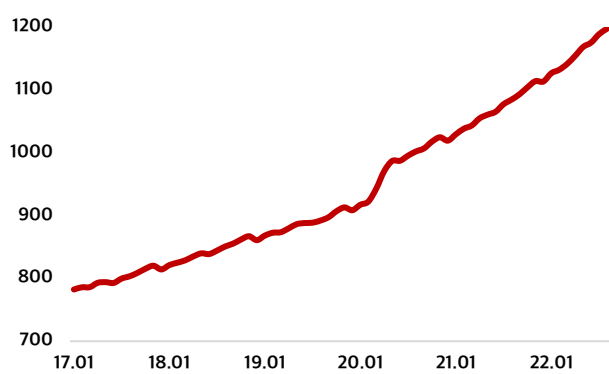
한국은행에 따르면 지난 9월 기준 대한민국 은행 가계대출은 전월 대비 1.2조원 감소하였다. 9월 가계대출이 감소한 것은 통계 작성 이래 처음인데, 이는 가계대출의 상당부분을 차지하는 주택담보대출의 증가 규모가 축소된 영향이 컸던 것으로 보인다.

그림 1-6. 전체 가계대출 및 주택담보대출 추이 (단위: 조 원)



출처: 한국은행, SMIC 3팀

그림 1-7. 국내 은행 전체 기업 대출 추이 (단위: 조 원)

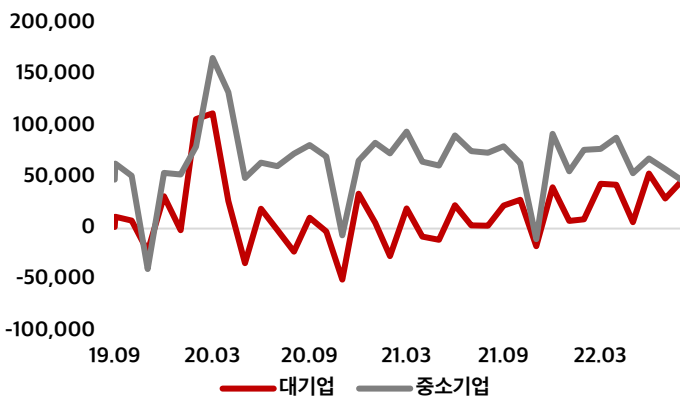


출처: 한국은행, SMIC 3팀

대기업 위주로 증가하는  
기업대출 비중

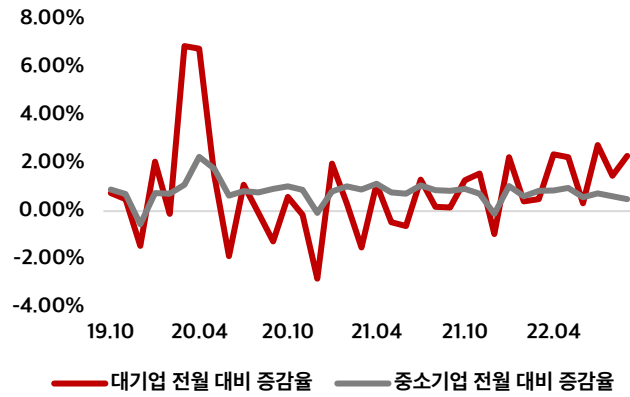
한편 지난 9월 대한민국 은행 기업대출 잔액은 1,155.5조원이었다. 다만 현재 집중해야 할 것은 잔액 그 자체보다 증가세에 있다. 보통 기업대출은 분기말 일시상환 등 계절적 감소 요인으로 인해서 6, 9월 등에는 증가하지 않는다. 그러나 지난 6월에는 6조원, 그리고 9월엔 이례적으로 9.4조원이 증가했다. 올해 기업대출은 이례적으로 높은 증가세를 기록하고 있는 것이다. 이러한 기업대출 증가는 지난 9월에만 일어난 일시적인 현상이 아니다. 특히 대기업의 경우, 은행을 통한 기업대출은 지난 2년여간 꾸준히 증가해 왔으며 그 증가율 역시 꾸준히 상승하고 있다.

그림 1-8. 대기업 및 중소기업 은행대출 월별 증감액 (단위: 억 원)



출처: 한국은행, SMIC 3팀

그림 1-9. 대기업 및 중소기업 은행대출 전월대비 증가율



출처: 한국은행, SMIC 3팀

기업이 자금을 조달하는 방법은 크게 2가지, 자기자본 조달과 타인자본 조달이 있다. 자기자본 조달은 주식자본시장(Equity Capital Market)을 통한 방법으로, IPO, 유상증자 등이 해당한다. 타인자본 조달은 채권자본시장(Debt Equity Market)을 통한 방법으로, 회사채와 같은 채권 발행, 그리고 은행 등 금융기관에서 차입하는 대출 등이 여기에 해당한다.

기업, 그 중에서도 대기업은 충분히 우량한 신용도를 갖고 있기 때문에, 은행을 통해 대출을 진행하는 자본 조달 방식 외에도 굉장히 많은 선택지가 존재한다. 그럼에도 대기업이 꾸준히 기업대출 금액을 늘리면서까지 은행에서 대출을 진행하는 이유는 무엇일까? 이는 앞의 레고랜드 사태로 인해 촉발된 일련의 사태와 굉장히 높은 연관성을 갖고 있다.

### 2.3. 얼어붙은 채권 시장, 레고랜드 사태는 트리거였을 뿐

신뢰 기반의 채권시장  
그 신뢰를 깬 '레고랜드'

최근 레고랜드 사태는 타인자본 조달 시장, 그 중에서도 회사채 시장을 크게 얼어붙게 만들었다. 채권시장은 기본적으로 '신뢰'를 기반으로 하는데, 레고랜드 사태가 이 '신뢰'에 금을 낸 사태였기 때문이다. 시장은 정부가 지급 보증한 채권이 부도가 났다고 받아들였고, 투자자들의 투자 심리는 급격히 얼어붙게 되었다.

그렇지만 레고랜드 사태를 통해 채권 시장의 문제점을 파악하는 것은, 물 위에 뜬 빙산의 모습만을 보고 빙산의 크기를 유추하는 것과 같다. 연간 2,500조원 규모인 국내 채권시장은 **올해 들어 유난히 거래량이 급속히 감소하는 추세**를 보여왔다. 그리고 현재 한국 채권 시장이 이렇게 얼어붙게 된 데는 기준 금리 인상, 러-우크라이나 사태 등과 같은 거시적인 원인도 있겠지만, 또다른 원인에는 그 동안 연료값 급등으로 인한 적자 때문에 채권을 많이 발행해 온 한국전력이 있다.

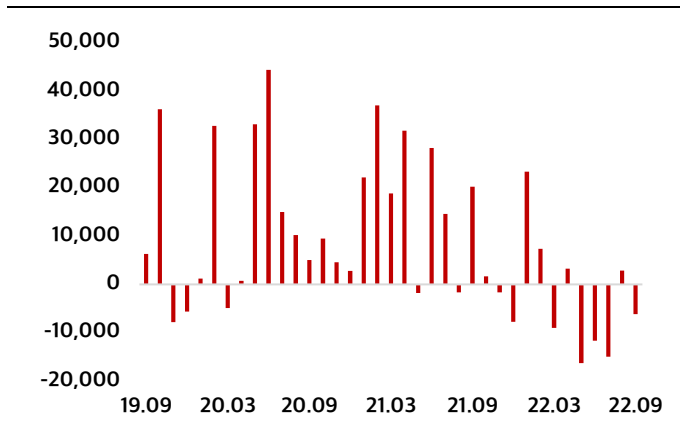
경영난으로 인해  
올해 채권 시장의  
블랙홀이 된 한국전력

AAA등급, 초우량 채권으로 간주되는 **한국전력은 올해 들어 경영이 급속히 어려워지자 매달 2조원 어치 채권을 발행**해왔다. 그러나 장기물에 대한 기관투자가 심리 위축으로 5년 만기 채권 유찰이 반복되자 상대적으로 만기가 짧은 2, 3년물을 통해서 목표 물량을 채워왔고, 이는 한국 전력 채권의 발행 금리 상승을 더욱 부추겼다. **한전채의 금리는 올 1월 연 2.71%에서 6월에 연4%대, 9월에는 연 5%대를 넘었으며 현재는 연 6%대에 진입할 것**이라 보고 있다.

올해 채권 시장 거래량은  
꾸준한 감소 추세

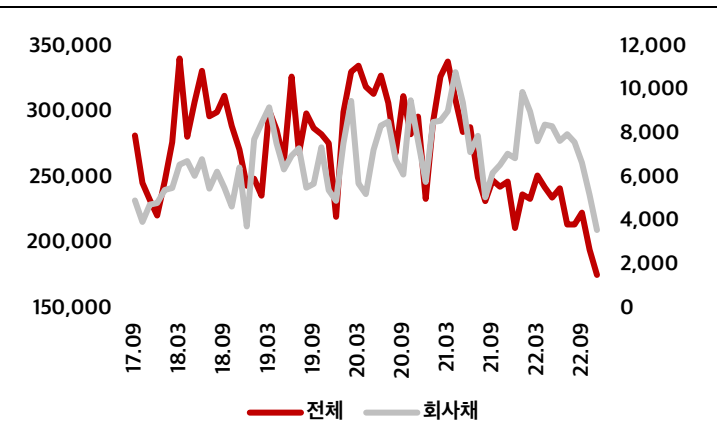
대한민국의 전력을 책임지는 한국전력 고금리를 제공하는 채권을 **발행하는데 굳이 다른 회사채를 구입할 이유가 있겠는가?** 심지어 한전의 채권 역시 지난 10월 2년 만기는 목표 물량 미달, 3년 만기는 유찰에 그치는데서 국내 채권 시장의 암담함을 엿볼 수 있다. 상황이 이러니 회사채의 거래량은 자연스럽게 감소 추세에 있다. 금융투자협회에 따르면 10월 일평균 채권 거래량은 전월 대비 12.6% 감소하였으며, 이는 지난 5년간 최저 기록이다.

그림 1-10. 공모회사채 순발행액 추이 (단위: 억 원)



출처: 한국은행, SMIC 3팀

그림 1-11. 회사채 및 전체 채권 일평균 거래량 (단위: 억 원)



출처: 금융투자협회, SMIC 3팀

회사채 비중 및 발행 감소  
→ 이어지는 순상환 기조

**회사채를 아무도 사가지 않으니 기업들은 회사채 비중 및 발행 자체를 줄이고 있다.** 기업들의 일반 회사채 순상환은 지난 5월부터 시작돼 10월까지 꾸준히 이어지고 있다. 공모 회사채는 올해 3분기 까지 약 2.1조원이 상환되었으며, 지난 10월 전체 회사채 순발행액은 -4.8조원 수준으로 회사채의 발행은 줄어들었다. 이미 한화, 현대제철 등이 대규모 회사채 상환에 나섰고, 미국과 국내 기준금리

인상은 내년까지도 예상되는 상황에서 **회사채 순상환 기초는 4분기에도 이어질 것으로 전망된다.**

대기업 위주의 기업대출  
트렌드

특히 중소기업들 대비 대기업들의 **회사채 상환 기초가 훨씬 뚜렷한 가장 큰 이유는 앞서 언급한 회사채 시장 경색**이다. 현재 회사채 시장에서는 회사채 발행에 앞서 실시하는 수요예측 참여율이 하락하고 있으며 미매각 사례도 발생하고 있다. 이제 국내에서는 회사채 발행금리가 은행대출 금리를 상회하기 시작함에 따라, 상대적으로 이자가 더 저렴한 은행 대출로 갈아타는 사례가 증가하고 있다. 원래 은행들의 기업 대출은 회사채 발행이 어려운 중소기업 중심으로 이루어진다. 그러나 위와 같은 상황으로 인해 최근 대기업들 역시 회사채 발행 대신 은행대출 의존도를 높이고 있다.

지난해 하반기부터 기준금리 인상이 시작되면서 가계대출은 꾸준히 줄어들었기에, 은행들은 기업대출 확장에 주력해왔다. 현재 10월 말 기준 기업대출 잔액은 704.7조원이며, 이는 9월말 대비 9.8조원 증가한 수치이다. 특히 10월 말부터 채권시장 불안이 시작되었다는 점을 고려하였을 때, 앞으로의 기업대출은 더 늘어날 것으로 전망된다.

### 3.1. 공급 여력 증가 : 정책 드라이브

*앞선 절을 통해 기업대출 위주로 증가하고 있는 은행의 수요 증가에 대해서 알아볼 수 있었다. 이에 이번절에서는 동사가 증가하는 수요를 소화할 수 있을지, 정부의 정책으로 하여금 은행의 자금 공급여력이 어떻게 증가하고 있는지를 살펴보고자 한다.*

자금시장 경색으로 인해  
딜레마에 빠진 한국은행

작금의 경제상황에서 레고랜드 사태로 촉발된 자금시장 경색을 푸는 것은 난제이다. 한국은행은 환율 방어전을 선포하며 **미국에 맞춰 기준금리를 빠르게 올리고자 하는데 레고랜드 사태로 경찰록 위험이 불거진 채권시장이 한국은행의 발목을 잡고 있는 것이다.** 환율을 잡기 위해 금리를 인상했다가 국내 채권시장의 불안을 더욱 심화할 위험에 빠질 수 있는 상황에서, 한국은행은 **환율방어와 채권시장 안정 사이 딜레마에 빠져 있다.**

우회적으로  
금융지주회사를 통해  
유동성 공급!

물가 및 환율 안정과 채권시장 경색 해소의 딜레마 사이에서 한국은행은 **우회적으로 시중 금융지주회사를 통해 유동성을 공급하는 방향**을 택했다. 통화긴축을 이어 나가면서 직접 유동성을 공급하는 **상반된 기초를 보이는 것이 한국은행에게 부담이 되는 상황**이기에, 금융지주회사들이 금융위원회의 요구에 따라 유동성 공급을 약속한 것이다. 한국은행은 **각종 규제 완화를 통해 금융지주회사들이 유동성 공급을 확대할 수 있도록 지원**하고 있다.

규제완화 지원으로  
대출공급여력 확대!

동사 또한 금융위원회의 규제완화 지원을 얻어 기업대출 확대 및 회사채 매입 등을 통해 시장에 유동성을 공급할 예정이다. **기업대출 수요가 증가하고 예대마진이 확대되는 상황에서, 규제완화 지원을 받아 대출공급여력 확대로 수혜를 온전히 받아내는 동사의 상황**을 알아보자.

#### 3.1.1. 예대율 규제비율 완화

건전성을 위한 예대율 규제  
→ 예금 잔액 확보!

예대율은 은행의 예금잔액에 대한 대출잔액의 비율로 은행이 대출할 수 있는 금액의 한도를 제약하는 건전성 지표이다. 은행이 대출을 내주려면 **예대율에 맞추어 그만큼의 예금 잔액을 확보**해야 한다. 은행과 저축은행이 기업의 자금수요에 대응하는 과정에서 **예대율 규제**는 건전성을 위한 제약인 것이다.

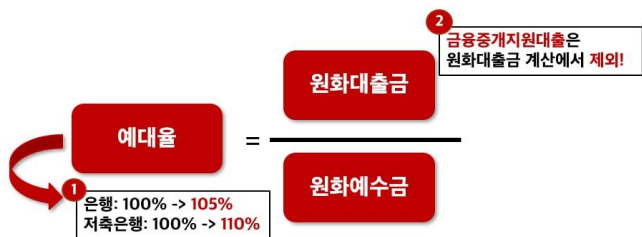
은행의 예대율이 낮으면 보유 예금 대비 대출자산이 부족하다는 뜻으로 영업측면에서 자금을 제대로 운용하지 못하는 것으로 평가될 수 있다. 반대로 예대율이 높으면 예금대비 보유 대출자산이 과도해 갑작스러운 경기 침체 상황에 유동성 위기를 불러일으킬 수 있는 위험이 있다.

레고랜드 발 채권시장 경색이 발발한 이후, 정부는 기업에 충분한 유동성을 공급하기 위해 은행과 저축은행의 예대율 규제를 한시적으로 완화하기로 결정하였다. 회사채 시장의 위축 이후 기업들의 자금수요는 기업대출로 상당수 전이되었고 이에 기업대출 수요가 지속적으로 늘어나는 상황이다. 해당 상황에서 금통위는 빠르게 증가하는 기업대출 수요를 시중은행이 즉각적으로 소화할 수 있도록 예대율 규제 완화를 결정한 것이다.

이미 100% 가까이  
임박한 시중은행들의  
예대율

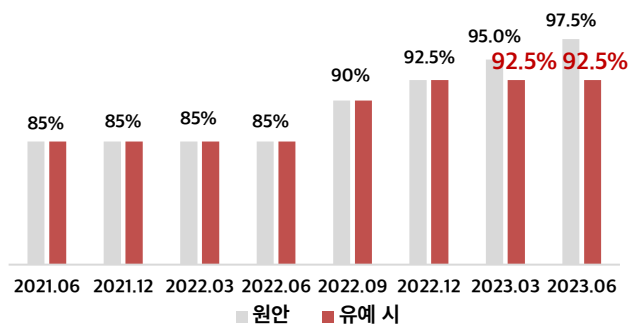
지난 27일 금융당국은 '예대율 규제 유연화 조치'를 실시하여 기업부문 자금조달이 원활하게 이루어질 수 있도록 은행과 저축은행의 예대율 규제를 한시적으로 완화하였다. 본래의 예대율 규제에서는 원화대출금/원화예수금이 100% 이하여야 한다. [그림 1-12.]에서 볼 수 있듯 시중은행들의 예대율은 이미 모두 100%에 임박해 있다.

그림 1-12. 예대율 규제 완화



출처: 언론보도, SMIC 3팀

그림 1-13. LCR규제비율 추이



출처: 금융위원회, SMIC 3팀

예대율 규제 완화로  
추가적인 유동성 공급  
가능

이런 상황에서 은행이 기업에 추가적인 유동성을 공급하기 위해 예대율 규제를 완화한 것이다. 이에 금융당국은 은행과 저축은행이 기업부문에 충분한 유동성을 공급할 수 있도록 예대율 규제비율을 은행은 100%에서 105%, 저축은행은 100%에서 110%로 완화하였다. 그리고 해당 예대율 규제 유연화 조치는 지금으로부터 최소 6개월간 이어질 것으로 보이며 이로 인해 한동안 기업에 추가적으로 유동성 공급이 이루어질 것으로 보인다.

이런 금융당국의 움직임으로 동사는 늘어난 기업대출 수요를 보다 빠르게 소화할 수 있게 되었다. 즉, 예대율 규제비율 완화는 동사의 Q 증가를 견인하는 핵심적인 정부조치이다.

### 3.1.2. 예대율 산출 시 한국은행 지원 금융중개대출금 제외

금융중개지원대출  
대출금 제외!  
→ Q 증가

아울러 금융위원회는 은행 예대율 산출 시 한국은행의 차입금을 재원으로 하는 금융중개지원대출은 대출금에서 제외하도록 하여 추가적인 Q 증가를 이끌어내고 있다. 금융중개지원대출은 은행의 중소기업 대출 취급 실적에 따라 한국은행이 은행에 저리자금을 지원하는 제도이다. 은행의 예대율 산출 시에 금융중개지원대출 취급액을 대출금 항목에서 제외하게 되면 은행은 해당 부분만큼 추가적으로 대출금으로 활용할 수 있다.

예대울 산정방식 정비  
→ 대출여력 증가!

해당 조치는 예대울 산정방식을 합리적으로 정비함으로써 중소기업 등의 자금조달 여건을 개선하고 은행의 기업대출 부담을 줄이는 데에 기여할 것으로 기대된다. 한은 차입금을 제외하는 산정방식 정비 조치는 11월부터 즉시 시행된 이후 '은행업 감독규정' 개정으로 정식으로 제도화되어 기업들의 대출여력을 영구적으로 높여줄 예정이다.

### 3.1.3. LCR 규제비율 정상화 유예 조치

LCR 규제비율 정상화  
유예

지난 20일, 금융위원회는 최근 단기자금시장의 변동성과 불확실성이 확대되고 있다는 점을 고려하여 지금까지 진행해왔던 은행 통합 LCR 규제비율 정상화 조치를 6개월 유예하기로 결정했다. LCR은 30일간 순현금 유출액(현금유출-현금유입) 대비 현금과 현금성 자산 등 고유동자산의 비율을 의미한다. 그동안 은행들은 고유동자산을 확보하여 정상화되는 LCR 규제비율을 맞추기 위해 경쟁적으로 은행채를 발행해왔다. 지난 9월 발행된 은행채 액수는 25조 8천 800억원으로, 이는 은행채 발행 역사상 월별 기준 사상 최대치를 기록한 수치이다.

은행채는 레고랜드 사태 이후 회사채 시장의 자금경색이 심화되는 상황에서, 회사로의 자금유입을 방해하고 채권시장에 남아있는 자금을 흡수하는 블랙홀과 같다. 채권시장에 불안이 감도는 상황에서, 시장참여자들은 초우량채에 해당하는 은행채를 선호하기 때문이다. 은행채의 발행 확대로 하여금 회사채로의 자금유입이 지속적으로 가로막히는 상황인 것이다.

유예로 은행채로의  
자금 쏠림 현상 완화

이에 금융위원회는 시장에 유동성을 공급하기 위해 유동성 규제 완화대안으로써 LCR 규제비율 정상화를 유예하였다. 유동성 완화 조치는 은행들이 경쟁적으로 은행채 발행을 늘려 생기는 채권시장의 부작용을 막기 위한 것이다. 이러한 조치는 은행채로의 자금 쏠림 현상을 완화하여 회사채·여전채 등 다른 시장으로 자금이 흘러가는 데 기여할 수 있다.

본래 금융당국은 코로나 사태 당시 유동성 공급을 위해 85%까지 낮췄던 LCR 비율을 2023년 7월 까지 다시 100%로 끌어올리기로 결정한 바 있다. 이에 따라, 올 연말까지 LCR 규제비율은 92.5% 까지 높여야 했던 은행들은 지난 달 발표된 유예조치 덕분에 내년 6월 말까지 92.5%의 LCR 규제비율을 유지할 수 있게 되었다.

## 4.1. 금융지주의 회사채 매입 여력 증가: 정책 드라이브

### 4.1.1. 은행채의 적격담보증권 인정

은행채의 적격담보증권  
인정

지난 27일 한국은행은 대출 적격담보증권으로 은행채를 인정하는 방안을 3개월 간 한시적으로 이행한다고 밝혔다. 이는 시중은행이 한국은행과의 대출이나 차액결제 거래를 위해 맡겨 놓는 담보증권 대상에 은행과 공공기관이 발행한 채권을 추가해 은행의 유동성 부담을 줄이고 자금난을 겪는 기업에 대한 대출을 원활하게 하기 위한 조치이다.

추가적인 공공기관 발행  
채권의 적격담보증권  
인정

적격담보증권은 한국은행이 시중은행에 대출할 때 인정해주는 담보물이다. 현재는 국채, 통화안정증권, 정부보증채, 신용증권, 주택금융공사 주택저당증권(MBS), 특수은행채만 포함된다. 하지만 이 결정으로 2022년 11월 1일부터 은행은 은행채와 한국전력, 한국토지주택공사 등 9개 공공기관이 발행한 채권도 적격담보증권으로 한국은행에 제공할 수 있게 되었다.

은행이 은행채를 적격담보증권으로 활용할 수 있게 되면 한국은행에 자금을 받아갈 때 은행채를 적격담보증권으로 맡길 수 있기 때문에 은행채를 더 발행하거나 현금을 확보할 필요가 없어진다. 즉, 은행에 묶여있던 돈이 풀려 회사채나 여전채 등 다른 회사채를 사들이는데 활용될 수 있다. 그러므로 시중에 유동성 공급이 원활해지는 것이다.

그림 1-14. 한국은행의 적격담보 대상증권

적격담보증권	
기존 적격담보증권	추가 대상 (11월 1일 이후)
국채	은행채
통안정증권	발행채권 한국전력공사 한국토지주택공사 국가철도공단 중소벤처기업진흥공단 한국가스공사 한국도로공사 한국수자원공사 한국철도공사 예금보험공사
정부보증채	
신용증권	
주택금융공사 주택저당증권(MBS)	
특수은행채	

출처: 언론보도, SMIC 3팀

그림 1-15. 5대 금융지주사 유동성 지원 방안

5대금융지주사 유동성 지원	
유동성 지원 방안	지원규모
시장유동성 공급	73조
채권시장안정펀드, 증권시장안정펀드	12조
그룹 내 계열사 지원	10조
총합	95조

출처: 한국은행, SMIC 3팀

#### 4.1.2. 차액결제이행용 적격담보증권 제공비율 인상 유예

차액결제 시 보유해야  
하는 담보증권 양 감소

더불어, 한국은행은 추가적인 유동성 공급을 위해 시중은행이 차액결제 시 보유해야 하는 담보증권의 양을 줄일 수 있는 조치를 취하였다. 각 시중은행은 매일 오전 11시에 보유계좌간 발생한 이체 거래를 합산하여 차액을 정산한다. 이때, 차액결제가 온전히 이행되려면 한국은행이 정한 차액결제 담보비율에 따라 담보증권을 한국은행에 맡기고 있어야 한다.

채권 덜 맡겨도 되는 상황  
→ 유동성 추가 공급

본래 한국은행은 2023년 2월부터 차액결제이행용 적격담보증권 제공비율을 70%에서 80%로 높이고자 하였으나 3개월 유예하기로 결정하였다. 차액결제 담보비율 인상을 유예할 경우, 해당 비율만큼 은행이 차액결제 담보로 한국은행에 채권을 덜 맡겨도 되는 상황이기 때문에 시중은행을 통해 시장에 유동성을 추가적으로 공급할 수 있다.

#### 4.1.3. 회사채 매입 압력 증가

5대 금융지주사에  
95조원 규모 유동성 지원

지난 1일, 비상거시경제금융회의에서 5대 금융지주회사들은 자금시장의 경색을 완화하기 위해 95조원 규모의 유동성을 지원하기로 금융당국에 약속했다. 총 95조원 중 73조원은 시장의 유동성을 공급하는 데 쓰일 예정이며, 채권시장안정펀드와 증권시장안정펀드에 12조원이 투입되고 그룹 내 계열사 지원에는 10조원이 쓰일 예정이다.

이에 금융지주회사들은 공기업, 대기업, 중소기업, 소상공인에 대해 본격적으로 유동성을 공급할 예정이다. 기업대출 규모를 늘려 자금조달을 원활하게 하는 것에 더해 금융지주들은 회사채, 기업어음(CP), 자산유동화기업어음(ABCP), 환매조건부채권(RP) 등에 대한 매입 규모를 늘려 시중에 유동성을 공급하기로 했다.

정부의 유동성 공급  
독려책 → Q증가!

동사 또한 해당 약속을 바탕으로 지금까지 제시된 여러 유동성 공급 지원책을 받아 기업대출과 회사채 매입을 통해 추가적으로 시장에 유동성을 공급할 예정이다. 즉, **증가하는 자금수요, 그리고 이에 대응하는 정부의 유동성 공급 독려책으로 동사는 Q는 증가할 수 밖에 없는 상황인 것이다.** 레고랜드 사태 발 수요증가와 정부의 든든한 공급지원정책으로 나날이 개선되는 동사의 Q는 동사에게 많은 수혜를 안겨줄 것으로 기대된다.

### 5.1. P-C 예대마진 : 수익성은 날로 좋아지고 있다

예대마진 = 은행 수익성의  
핵심

동사의 수익성은 금리 인상에 따라 빠른 속도로 증가하고 있다. 그러나 대출금리만 높다고 은행의 수익성이 개선되는 것은 아니다. 은행이 대출해주는 여신 금액에 대한 **대출 금리와 은행이 예금주에게 지급하는 예금 금리의 차이가 바로 은행 수익성의 핵심이다.** 이번 절에서는 수익성과 직결되는 예대마진을 살펴봄으로써 동사의 수익성이 추가적으로 증가할 수 있음을 설명하고자 한다. 우선 가장 핵심이 되는 대출금리부터 살펴보자.

#### 5.1.1. 대출 금리 : 회사채와 대출 금리는 급증하고 있다

최근 중견 건설사가 발행한 회사채가 금리 연 65%에 거래된 이례적인 사건이 있었다. 이는 금액이 전체 발행 금액에 대비하여 미미한 수준이고 거래 이후 채권 가격이 기존 거래 수준을 회복하였기에 해프닝으로 추측되나, **금리가 미친듯이 오르고 있는 상황을 보여주는 단적인 사례로** 바라볼 수 있다.

레고랜드 사태로 끊어진  
회사채 발행이라는  
파이프라인

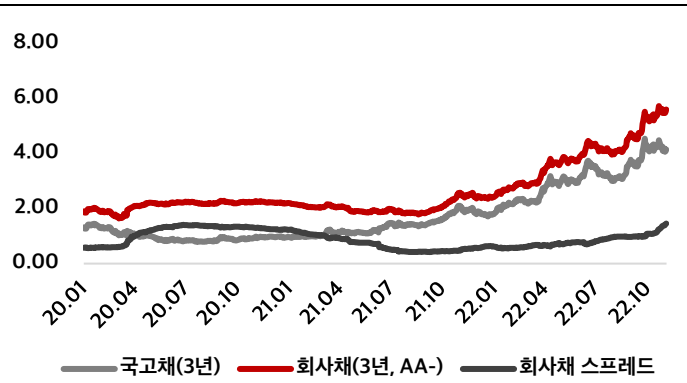
2021년 말 기준금리 인상을 시작으로 신용 스프레드는 줄곧 확대되어 오고 있던 상황이다. 높아지는 금리로 인해 기업들은 회사채를 통한 자금 조달에 어려움을 겪고 있는 상황 속에서, 전술한 '레고랜드 사태'는 **채권 경색의 방아쇠를 당겨 회사채 발행을 통한 자금 조달 파이프라인을 끊어버리고** 말았다.

채권 신뢰도에 대한 우려  
→ 회사채 투자심리 ↓

**가능할 수 없는 금리 불확실성에 채권 신뢰도에 대한 우려가 불씨를 지피며 우량 채권사들조차 미매각되는 사례가 속출하고 있다.** 한화솔루션이나 LGU+와 같은 우량 등급 채권 발행사들마저 미매각이 발생하고 있으며 A등급 회사채의 올해 3분기 미매각률은 58%로 전년 동기 1%였던 것을 생각하면 **회사채 투자심리가 심각히 위축되어** 있음을 실감할 수 있다.

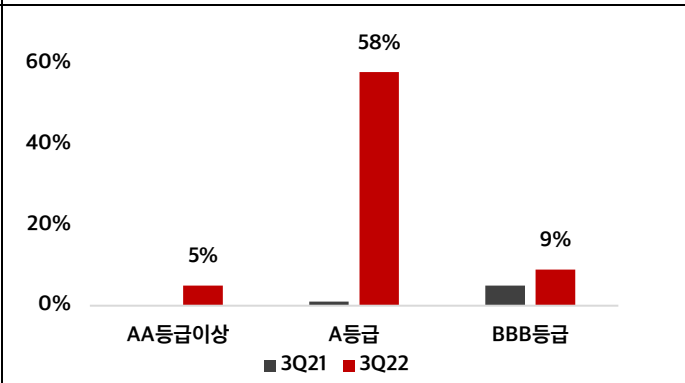
이로 인해 **회사채를 통한 자금 조달 비용은 끝을 모르고 치솟고 있다.** 현재 회사채 금리는 가파른 속도로 오르고 있으며, 회사채와 국고채의 금리 차이로 투자 위험의 척도인 신용스프레드는 올해 최고점을 계속하여 갱신하고 있다. 투자자들의 위험회피 심리와 발행시장의 위축에 따라 **회사채 발행사와 투자자 간 희망금리 차이가 좁혀질 기미가 보이지 않는다.**

그림 1-16. 회사채 금리 상승에 따른 신용스프레드 확대 (단위: %)



출처: 한국은행, SMIC 3팀

그림 1-17. 등급별 회사채 미매각률 (단위: %)



출처: 금융투자위원회, SMIC 3팀

은행대출로의 전환,  
단순한 pivot 일 뿐...  
기업대출금리 상승 중

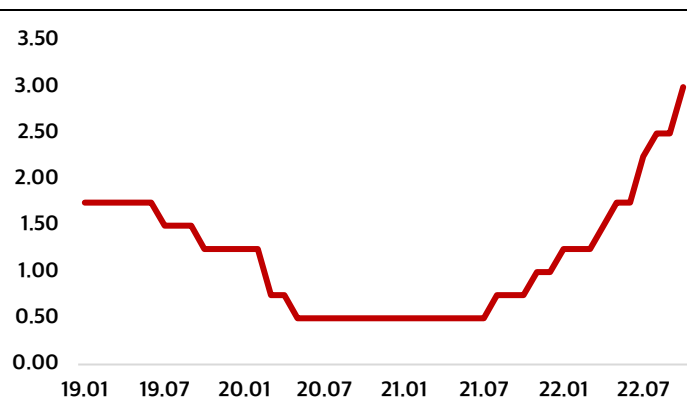
얼음장 같이 차갑게 얼어붙은 회사채 투심으로 인해 회사채를 발행해도 수요가 너무 없는 상황에서, 전술하였듯이 기업들은 은행대출로 눈을 돌렸다. 그리고 **은행대출로의 전환은 자금조달을 위한 불가피한 pivot일 뿐이다.** 기업대출금리가 절대 회사채 발행 금리보다 저렴하지 않으며, 당연히 기업대출금리도 함께 가파르게 상승하고 있는 상황이다.

총대출금리는 2022년 1월부터 9월까지 평균 MoM 3.5%로 증가했고 현재 4.71%정도로 형성되어 있으며 대기업 대출금리는 4.38%, 중소기업은 4.87%로 형성되어 있다. 중소기업 대출의 경우 1년 전만해도 3% 미만으로 형성되어 있었던 것에 비해 **거의 1.5배나 증가한 수준이다.**

앞으로도 기업 대출 금리가  
상승할 것임은 자명하다

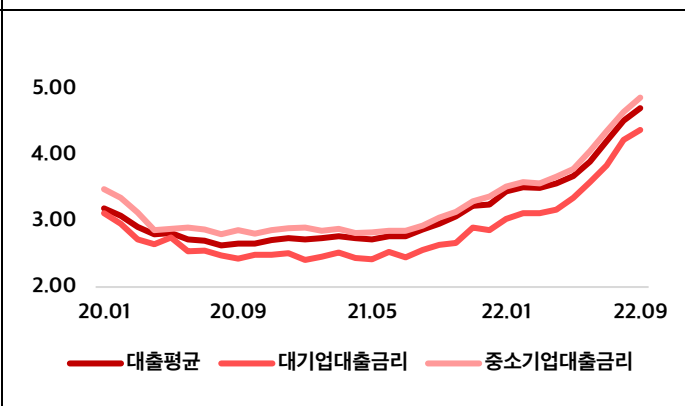
더불어, 레고랜드 사태 이후 채권 경색으로 인해 기업들이 은행대출을 통한 자금조달이 절실한 상황을 금융당국도 인지하고 있다. 이에 **금융당국은 은행에서 기업대출을 더 적극적으로 늘리길 원하나, 은행들의 여신 공급은 제한적인 상황이다.** 또한 미국과 한국이 기준금리 인상 기조를 지속하는 한, 앞으로 기업대출 금리는 **멈추지 않고 상승할 것임이 분명하다.**

그림 1-18. 한국은행 기준금리



출처: 한국은행, SMIC 3팀

그림 1-19. 중소기업과 대기업 대출금리 추이



출처: 한국은행, SMIC 3팀

5.1.2. 예금 금리 : 예금금리 올라도 NIS 이상 무

대출 = 대부분 변동금리  
 예금 = 대부분 고정금리  
 → NIS, NIM 상승 중

한편 예금 금리라고 가만히 있는 것은 아니다. 기준금리가 가파르게 인상됨에 따라 예금금리 또한 상승하고 있는 상황이다. 그러나 동사의 NIS와 NIM은 금리 인상이 시작됨에 따라 브레이크 없이 꾸준히 상승하고 있다. 그 이유는 무엇일까? 이는 바로 대출상품의 경우 대부분이 변동금리이나, 예금상품의 경우 대부분이 고정금리로 구성되어 있기 때문이다.

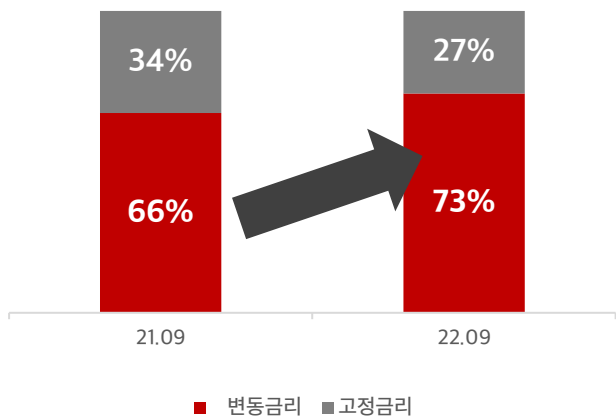
[그림 1-21.]에서 알 수 있듯 계속되는 금리 인상으로 인해 예금은행들의 총 여신 금액 내에서의 금리수준별 비중의 변화도 빠르게 일어나고 있다. 올해 9월 5% 이상의 대기업 대출 비중이 40.6%로 전년 동월 3.1% 대비하여 큰 폭으로 늘어난 것을 확인할 수 있다. 이는 기업대출의 대부분이 기준금리가 오르면 이자가 덩달아 오르는 변동금리 대출임에 따른 결과다.

올해 9월 현재 대출 잔액 기준으로 약 73%의 기업들이 변동금리 대출을 받은 상황이다. 팬데믹 이후 변동금리 대출비중은 2020년 1월 58%에서 2022년 9월 73%로, 신규취급액 중 변동금리 대출비중 또한 큰 폭으로 늘었다.

기업대출 잔액내의 믹스 개선 진행 중

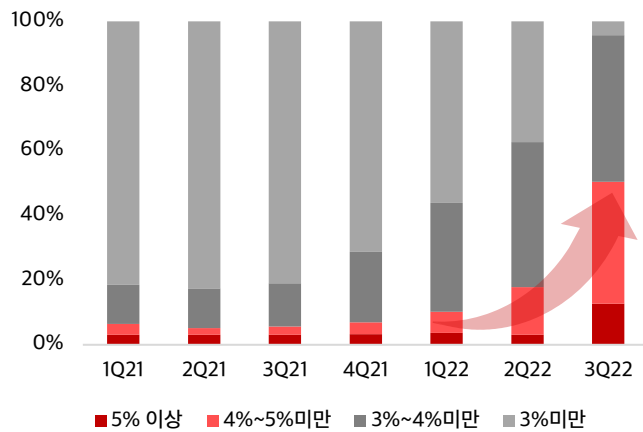
이는 은행업에 시사하는 바가 매우 크다. 은행들은 전술하였듯이 기업대출 수요가 급증하여 높은 금리로 여신금액을 적극적으로 늘리고 있다. 그리고 기존 기업대출 잔액 또한 변동금리 여신비중이 70%로 굉장히 높기에 기업대출 잔액 내에서의 자연스러운 믹스 개선의 수혜 또한 온전히 챙겨갈 수 있는 것이다. 반면, 정기예금, 정기적금과 같은 예금 상품들의 경우 대부분이 고정금리로 출시된다.

그림 1-20. 2022년 9월 기업대출잔액 내 변동금리 대출 비중



출처: DART, SMIC 3팀

그림 1-21. 국내 전체 예금은행 대기업대출 내 금리 별 비중



출처: 한국은행, SMIC 3팀

금리 인하 전까지 계속해서 개선될 동사의 수익성!

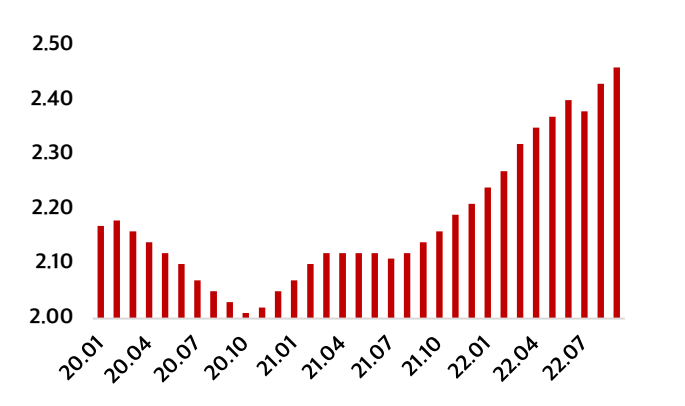
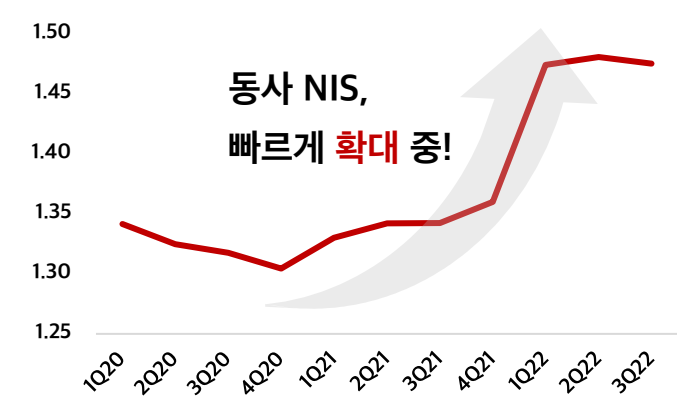
종합하자면, 금리 상승기엔 변동금리의 비중이 높은 여신금액을 통해 신규 취급액뿐만 아니라 잔액단에서 높은 이자이익을 뽑아낼 수 있다. 게다가, 대부분이 고정금리인 정기예금금리가 빠르게 올라가도 잔액단에서의 예금금리는 워낙 낮았기에 NIS가 계속해서 확대되고 있는 것이다. 더불어 금리 인상에 가속도가 붙은 작금의 상황에서는 그 속도는 더욱더 빨라질 수밖에 없다. 즉, 금리가 인하되기 전까지 동사의 수익성은 고개를 숙이지 않을 것이다.

그림 1-22. 우리금융지주 내 은행 사업부 NIS 추이 (단위: %)

(단위: %)

그림 1-23. 국내 전체 예금은행 예대마진, 잔액 기준 (단위: %)

(단위: %)



출처: 동사 IR, SMIC 3팀

출처: 한국은행, SMIC 3팀

### 6.1. 금융지주 중 top-pick! 우리금융지주

이는 모든 금융지주들에게 공통적으로 적용되는 내용이 아닌가 의문을 가질 수 있다. 여타 금융지주들 중 동사가 지금 가장 빛날 수 있는 이유는 무엇일까? 바로 1) 은행 중심의 사업구조로 인한 이익레버리지 효과와 2) 튼튼한 기초체력과 리스크 관리 능력이다. 본 절에서는 동사의 강점에 대해 면밀히 살펴보고자 한다.

#### 6.1.1. 은행 중심의 사업구조로 인한 이익 레버리지 효과

동사의 호실적  
= 은행 중심의 영업  
구조에서 기인한 높은  
NIM 민감도

동사는 올해 상반기 기대치를 상회하는 이익 실현을 하였고, 이어서 3분기에도 컨센서스를 상회하는 실적을 발표하였다. 이러한 호실적은 동사의 은행 중심 영업 구조와 타행 대비 높은 동사의 NIM 민감도에서 기인한다.

동사는 4대금융지주 중 증권사가 없는 유일한 금융지주이다. 이에 비이자이익 비중이 작기에 수수료이익이 크지 않아 이익 변동성이 금리에 크게 좌우되나, 역으로 생각해본다면 지금 같은 금리 인상에 높은 이익 레버리지 효과를 누릴 수 있다. 수치로 살펴보자면 동사의 이자이익 비중은 85%로 다른 금융지주사들보다 평균 수준인 70%보다 훨씬 높은 수준임을 확인할 수 있다.

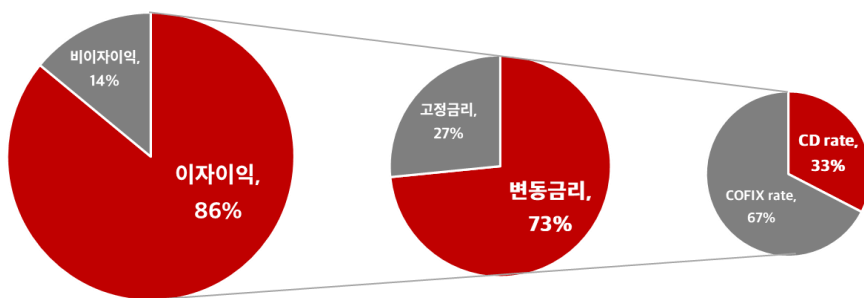
대출금액 중 높은 변동금리 비중으로 높은 NIM 민감도를 보이는 동사

게다가 동사는 NIM 민감도가 타행 대비 높다. NIM 민감도는 금리 변동에 수익성이 얼마나 예민하게 반응하는지를 보여준다. 전체 대출금액 중 변동금리 비중이 클수록, 그 중 CD와 CORIBO를 추종하는 대출 비중이 클수록 NIM 민감도가 높다고 볼 수 있다. 동사의 전체 원화대출에서 변동금리의 비중은 73%이며 동사의 변동금리대출 중 CD금리, CORIBO금리와 연동되는 비중은 타행 대비 가장 높은 34%다.

금리 상승에 따른 이익 레버리지 효과 극대화 가능!

요컨대, 동사는 금리 상승에 따른 이익 레버리지 효과를 극대화할 수 있다는 것이다. 실제로, 금리 인상 중단 가능성이 높지 않은 현 시점에서 고금리 시대의 수혜를 가장 특특히 볼 수 있는 동사와 함께하지 않을 이유가 없다.

그림 1-24. 동사의 이자이익 내 구성 비중



금리 인상 → 이익 레버리지 효과 → NIM 증가

출처: 동사 IR, SMIC 3팀

### 6.1.2. 동사의 튼튼한 기초체력과 리스크 관리

2010 년과의 비교를 통해 동사의 자산건전성을 알아보자

앞서 대출 수요와 공급여력에 대해 이야기하며 동사는 밀려오는 기업 대출 수요를 감당할 수 있는 능력이 충분함을 밝혔다. 그러나 여신금액이 늘어날수록 부담해야하는 리스크 또한 반대급부로 따라온다. 그렇다면 동사는 이 리스크를 감내할 수 있을 만큼 튼튼할까? 본 보고서는 자신있게 ‘그렇다’ 라고 답한다. 이를 점검하기 위해 대내외 경기 변수들이 유사한 2010년과 비교하여 동사의 자산건전성 제고를 위한 노력과 그 성과를 함께 확인해보고자 한다.

#### 6.1.2.1. 힘들었던 2010년

긴축, 고물가, 불황 등의 요건을 비교했을 때 지금과 완전히 비슷한 기간은 찾기 어렵다. 그럼에도 불구하고 그 중 가장 비교가 가능한 시기는 2010년의 불황이다. 당시 불황도 지금과 같이 1) 부동산 PF 문제가 수면위로 떠올랐으며, 2) 기준금리 인상, 3) 물가상승, 4) 경기둔화를 겪고 있던 시기이기 때문이다.

구조조정 + 부실한 PF 손실 반영  
→ 자산건전성 악화

2010년 경기 둔화로 인해 은행들은 자산건전성이 악화되어 건전성 지표 또한 좋지 않았고, NIM 지수 또한 악화되었다. 당시 은행들의 자산건전성과 실적이 악화되었던 주요한 이유는 크게 두 가지로 정리된다. 한계 기업들이 준비한 산업의 구조조정과 부실화된 부동산 PF의 손실 반영이다.

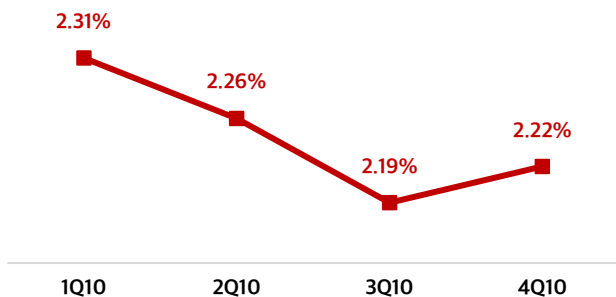
조선사들의 과잉 투자 → 많은 구조조정 자산 → 건전성 저하

2000년대 후반 조선업은 유례없는 호황을 맞아 과잉 투자를 감행했다. 조선업의 경우 산업 특성상 부채를 통한 대량 자본 조달이 필수적이기에, 많은 투자를 집행하는 과정에서 은행 대출에 크게 의존할 수밖에 없었다. 이와 같은 상황에서 조선업은 수주 절벽에 부딪혔고 결국 2010년 한계기업 구조조정이 강하게 실시되었다. 따라서 은행들의 대출금 회수가 어려워졌고 이는 은행들의 자산건전성 저하로 직결되었다.

총당금 적립 x → 미분양 주택 증가 → PF 자금 회수 불가 → 건전성 저하

더불어, PF 뇌관도 터지고 말았다. 당시 은행들은 건설 프로젝트의 현금흐름 예측이 어렵고 부실의 정도를 측정하기 어렵기에 총당금 적립에 적극적으로 나서지 않았다. 그러나 2010년 미분양 주택의 증가로 인해서 PF 자금 회수가 어려워졌고 이로 인해 고위험대출에 대한 회수가 어려워졌다. 결국 2010년 동사 또한 고정이하여신비율이 큰 폭으로 증가하며 자산건전성이 악화되었으며, NIM 또한 악화되었다.

그림 1-25. 2010년 동사 수익성 추이 (NIM)



출처: 동사 IR, SMIC 3팀

그림 1-26. 2010년 동사 고정이하여신비율 (NPL)



출처: 동사 IR, SMIC 3팀

6.1.2.2. 우리금융지주! 두 번의 실수는 없다!

부실자산 감소, PF exposure 감소  
→ 기초체력 확보

앞에서는 현재 은행을 둘러싸고 있는 불안 요인들이 가장 비슷한 2010년 상황에 대해 훑어보았다. 2010년 실적악화를 겪었던 동사는 당시와 같은 위기를 겪지 않기 위해 자산건전성 확보에 총력을 다했고, 튼튼한 기초체력을 만들기 위해 노력했다. PF에 대한 노출도를 줄이고, 차근차근 부실자산을 줄여 나갔다.

4대 금융지주사 중 가장 낮은 동사의 PF exposure

우선 부동산 PF에 대한 대출을 보수적으로 시행하여 리스크 요소를 줄이기 시작했다. 2010년 우리은행의 PF 부실 채권 규모는 약 9조에 이르렀으나 올해 3분기 우리금융지주의 PF exposure는 2.5조로, 절대적 규모가 상당히 줄어들었다. 타 금융지주들과 비교해서도 현재 동사는 그 노출도가 매우 낮다. 4대금융지주의 3Q22 총여신 대비 부동산 PF exposure 비중은 평균 1.7% 수준이나, 동사는 0.7%의 비중으로 가장 낮은 수치를 보이고 있다.

그림 1-27. 금융지주사별 부동산 PF exposure 현황

금융지주	금액 (조 원)	총여신대비 비중 (%)	참고
KB금융	9,500	2.2%	은행 3조원 + 증권 2조원 + 손보 1조원 미만
신한금융지주	8,930	2.3%	은행 3조원 + 증권 1.2조원 + 캐피탈 3조원 + 저축 0.6조원 + 라이프 0.7조원 + 카드 0.3조원 + 기타 0.2조원
하나금융지주	6,220	1.7%	은행 3조원 + 증권 1.7조원 + 캐피탈 1조원 + 저축 1조원 미만
우리금융지주	2,500	0.7%	은행 1조원 + 캐피탈 1조원 + 종금 0.5조원

출처: 메리츠증권, SMIC 3팀

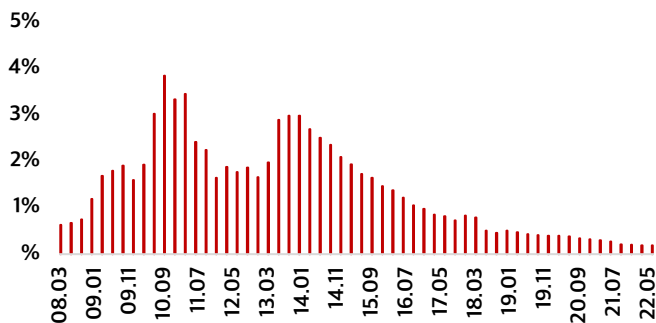
낮은 수준의 NPL 을 유지중인 동사

추가적으로 동사는 선별 대출을 통해 부실자산을 꾸준히 줄여오며 자산건전성 제고에 힘써왔다. 이는 고정이하여신비율(NPL)을 통해 확인할 수 있다. NPL은 고정이하여신, 즉 부실채권이 여신총액에서 차지하는 비율로서 해당 비율이 높을수록 부실자산이 많은 것이다. 아래 [그림1-28.]를 통해 2010년 동사의 NPL은 급등하였으나 이후 점차 하락하여 현재 굉장히 낮은 수준을 유지하고 있다는 것을 확인할 수 있다.

동사의 우월한 잠재 부실채권 대처능력

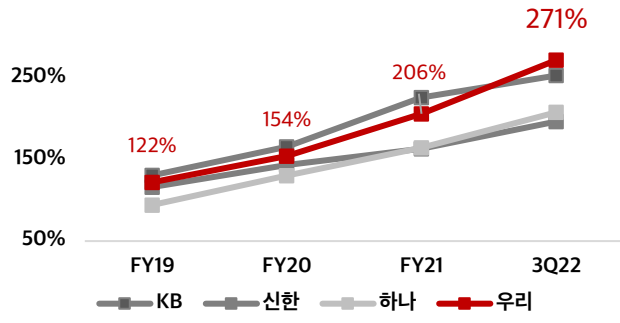
부실채권 선별을 넘어, 동사는 혹시 모를 추가적인 리스크에 대해서도 버퍼를 마련해 놓고 있다. 잠재적인 부실채권에 대처할 수 있는 손실흡수능력을 보여주는 NPL커버리지비율을 확인해보자. 동사는 경기 불확실성에 대응하기 위해 지난 2020년 이후부터 올해 상반기까지 2년여의 기간 동안 보수적인 리스크 관리 기조를 유지해왔고, NPL커버리지 비율을 271%까지 끌어올렸다. 이는 4대 금융지주들 중 가장 높은 수치이다.

그림 1-28. 2008~2022년 우리은행 고정이하여신비율(NPL)



출처: 동사 IR, SMIC 3팀

그림 1-29. 4대 금융지주 은행별 NPL 커버리지 추이



출처: 4대 금융지주 IR, SMIC 3팀

앞선 모든 논의를 종합하면 다음과 같다.

- 1) 가파른 기준금리 인상으로 인해 안 그래도 힘든 회사채 시장에 '레고랜드 사태'라는 방아쇠가 당겨졌다.
- 2) 이로 인해 채권 시장 경색이 발발하였고, 기업들은 은행대출로 눈을 돌렸다.
- 3) 기준금리가 높아지는 상황에서 기업들의 은행대출 수요가 급증하여 기업대출금리가 빠르게 증가하고 있다.
- 4) 예금금리도 빠르게 증가하고 있으나, 대출과 예금의 특성적 차이로 인해 잔액기준 NIS는 증가하고 있다.
- 5) 동사는 은행 중심의 영업구조로 인해 확대되는 예대마진의 수혜를 온전히 받을 수 있다.
- 6) 자금경색 완화를 위한 정부의 유동성공급 지원 조치로 동사의 대출 및 회사채 매입을 통한 자금공급여력이 늘어났고, 이로써 증가하는 대출수요를 더 소화할 수 있게 되었다.
- 7) 또한 자산건전성 관리를 잘해왔기에 동사의 기초체력은 튼튼하며, 늘어나는 대출수요를 안전하게 받아들일 수 있다.

### 7.1. 매출추정

매출추정의 논리는 다음과 같다.

7.1.1 기업대출 이자이익 = (가) 기업대출잔액 × (나) 기업대출 NIS (대출금리 - 예금금리)

기업대출 순이자이익 추정 (단위: 백만 원)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
추정 기업대출 잔액		159,172,349	160,637,578	181,628,555	219,232,656	231,242,140	223,336,123	235,664,902	248,305,744
예수부채		306,100,671	308,325,486	336,953,054	363,909,298	369,205,753	374,579,295	380,031,045	385,562,141
예대율 규제 완화에 따른 추가적인 공급여력 >> 기업대출잔액 (기업대출 비중 +0.03)					10,917,279	11,076,173			
기업대출 비중		52.00%	52.10%	54.20%	56.60%	59.00%	59.00%	61.39%	63.79%
예대율 규제 완화 적용				0.00%	3.00%	3.00%	0.00%	0.00%	0.00%
금융중개지원대출금 (한국은행 차입금)					2,350,625	2,350,625	2,350,625	2,350,625	2,350,625
(a) 가중평균 기업대출 금리		3.42%	3.70%	4.48%					
대기업대출 비중 >	30%	3.09%	3.37%	4.15%					
중소기업대출 비중 >	70%	3.56%	3.84%	4.63%					
(b) 이자비용/이자부부채		1.00%	1.15%	1.23%					
(a)-(b) 기업대출 NIS		2.42%	2.55%	3.25%	3.48%	3.72%	3.98%	4.26%	4.56%
NIS중가율 평균중가율	7.0%	5.9%	5.6%	27.2%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
{(1 + 기업대출NIS) / 100}^1/12		1.001993	1.002104	1.002668	1.002852	1.003049	1.003258	1.003482	1.003722
기업대출 순이자이익		1,487,836	1,595,121	1,580,575	1,822,735	2,199,416	2,319,689	2,241,555	2,365,847

(가) 기업대출 잔액은 예수부채에서 기업대출비중을 곱한 값으로 차용하였다.

$$\text{기업대출 잔액} = (\text{A}) \text{ 부채} \times (\text{B}) \text{ 기업대출비중}$$

(A) 예수부채는 기준금리가 오르던 시점인 2021년 3분기부터 2022년 2분기까지의 평균 예수부채 증가율 1.4%를 곱해서 추정하였다. 다만, 2022년 10월, 은행업 전반의 예수부채액이 이전 달 9월대비 약 7%가량 증가한 것을 참고하여 레고랜드 사태와 고금리의 영향을 직접적으로 확실하게 받을 것으로 추정되는 2022년 4분기와 2023년 1분기는 전분기 대비 약 8%정도 증가할 것이라 추정하였다.

(B) 기업대출비중은 기준금리가 처음 오르던 시점인 2021년도 3분기부터 2022년도 2분기까지의 평균 가계대출비중 감소량을 추정 기업대출 증가량으로 간주하여 2022년 2분기 기업대출비중에 더해서 추정하였다. 최근 지속적으로 기업대출비중이 상승하고 있다는 점과 레고랜드 사태 발발 이후로 기업대출 수요가 급격히 증가한 점, 그리고 기준금리 상승 이후로 가계대출이 지속적으로 감소하는 점을 고려하여 감소한 가계대출 비중이 그대로 기업대출비중으로 전이된다고 가정하였다.

아울러 2022년 4분기, 2023년 1분기에 적용되는 예대율 규제완화와, 2022년 4분기 이후로 적용되는 금융중개지출대출금 제외 규정을 적용하여 추가 기업대출잔액을 추정하였다. 보수적인 추정을 위해 105% 예대율 완화로 기업대출비중이 3% 가량 증가한다고 가정하였다.

(나) 2020년 1분기부터 2022년 3분기까지 기업대출과 가계대출을 합친 총 대출 NIS에서 기업대출 NIS만을 추정하기 위해서 기업대출금리에 이자비용/이자부부채를 뺀 값으로 차용하였다.

$$\text{기업대출 NIS} = (\text{C}) \text{ 기업대출금리} - (\text{D}) \text{ 이자비용/이자부부채}$$

(C) 기업대출금리는 대기업대출금리에 대기업대출비중을 곱한 것과 중소기업대출금리에 중소기업대출비중을 곱한 것을 더한 값으로 차용하였다.

(D) 이자비용에 이자부부채를 나눈 값으로 예금금리를 구할 수 있다.

2022년 4분기부터 2023년 4분기까지의 기업대출 NIS는 2020년 1분기부터 2022년 3분기까지의 기업대출 NIS의 분기별 평균변화율을 산출하고 이를 2022년 3분기 기업대출 NIS에 곱한 값으로 차용하였다.

#### 분기별 기업대출발 순이자이익

$$\begin{aligned} &= \text{이전분기 기업대출잔액} \times \left(1 + \frac{\text{기업대출NIS}}{100}\right)^{\frac{3}{12}} \\ &+ \frac{\text{기업대출잔액증분}}{3} \\ &\times \left( \left(1 + \frac{\text{기업대출NIS}}{100}\right)^{\frac{3}{12}} + \left(1 + \frac{\text{기업대출NIS}}{100}\right)^{\frac{2}{12}} + \left(1 + \frac{\text{기업대출NIS}}{100}\right)^{\frac{1}{12}} \right) \end{aligned}$$

분기별 기업대출발 순이자이익을 구하기 위해 기업대출 NIS를 12제곱근한 월별 기업대출 NIS를 산출하였다. 이전 분기 기업대출잔액은 한 분기 내내 월별 기업대출 NIS의 이자이익을 낼 것이므로 4제곱근한 값을 곱할 수 있다. 그리고 이번 분기에 늘어난 기업대출잔액 증분의 1/3은 3차례,

1/3은 2차례, 1/3은 1차례 기업대출 NIS의 이자이익을 낼 것이라 가정하여 각각 기업대출 NIS의 4제곱근, 6제곱근, 12제곱근한 값을 곱할 수 있다. 이를 모두 더하면 분기별 기업대출발 순이자이익 추정값이 도출된다.

### 7.1.2. 가계대출 이자이익 = (가) 가계대출잔액 × (나) 가계대출 NIS

가계대출 순이자이익 추정								
(단위: 백만 원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
추정 가계대출 잔액	137,603,585	136,580,971	150,934,415	159,100,492	157,545,616	156,005,935	154,481,301	152,971,567
예수부채	306,100,671	308,325,486	336,953,054	363,909,298	369,205,753	374,579,295	380,031,045	385,562,141
가계대출 비중	44.95%	44.30%	44.79%	43.72%	42.67%	41.65%	40.65%	39.67%
(a) 분기별 가계대출 가중평균금리								
일반가계대출 비중>		3.98%	4.13%					
일반가계대출 비중>	41.04%	3.94%	4.14%					
주택담보대출 비중>	53.23%	3.86%	3.95%					
가계일반신용대출 비중>	5.73%	5.36%	5.80%					
(b) 이자비용/이자부부채		1.00%	1.15%					
(a)-(b) 가계대출 NIS	2.98%	2.99%	3.17%	3.36%	3.57%	3.78%	4.01%	4.26%
NIS 증가율		8.22%	0.37%	6.08%	6.08%	6.08%	6.08%	6.08%
아웃라이어 제외 평균증가율 >	6.08%							
{{(1 + 가계대출NIS) / 100}^1/12}	1.00245	1.00246	1.00260	1.00276	1.00292	1.00310	1.00328	1.00348
가계대출 순이자이익	569,641	566,194	659,235	693,917	682,230	685,666	689,118	692,587

(가) 가계대출잔액은 예수부채에서 가계대출비중을 곱한 값으로 추정하였다. 예수부채는 기업대출잔액을 추정 시 사용된 값과 같고 가계대출비중은 기준금리가 오르던 시점인 2021년 3분기부터 2022년 2분기까지의 평균 감소율을 곱한 값으로 추정하였다.

(나) 가계대출 NIS는 기업대출 NIS와 동일한 논리로 가계대출금리에 이자비용/이자부부채를 뺀 값으로 차용하였다.

2022년 4분기부터 2023년 4분기까지의 가계대출 NIS 또한 추정 기업대출 NIS과 동일한 논리로 월별 가계대출 NIS를 활용하여 산출하였다.

### 7.1.3. 유가증권 이자이익 = 기존 유가증권 이자이익 + (가) 추가 회사채 매입액 × (나) 평균이자율

회사채매입 순이자이익 추정								
(단위: 백만 원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
상각후원가측정유가증권 이자이익	324,920	188,108	188,108	224,900	261,693	261,693	261,693	261,693

(가) 추가 회사채 매입액 = (73조[유동성 공급량] / 2) / 5

비상거시금융대책회의에서 결정된 유동성 공급량 73조는 기업대출 확대와 회사채 매입 두가지 경로로 가능하기에 2로 나눠주었다. IR 전화 결과 5대 금융지주 모두 같은 비율로 유동성 공급량을 할당받을 것이라는 점을 확인하여 다시 5로 나누어, 우리금융지주에서 추가로 매입할 회사채 매입액을 산정하였다. 그리고 이를 2분기에 나누어 매입한다고 가정하였다.

(나) 평균 이자율은 보수적인 추정을 위해 채권금리가 오르기 전인, 2022년 9월 기준 회사채 평균 이자율 4.9%로 산정하였다.

기존 유가증권 이자이익은 전체 이자이익의 3% 미만의 미미한 정도이므로 기존 유가증권 이자이익을 유지한다고 가정하였다.

## 7.1.4. 기타금융자산 이자이익

## 기타금융자산 순이자이익 추정

(단위:백만 원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
총 순이자이익 내 비중	6.14%	7.02%	5.79%	5.79%	5.79%	5.79%	5.79%	5.79%
기타금융자산 순이자이익	180,662	206,465	150,593	168,526	192,522	200,099	195,525	203,350

기타금융자산 순이익은 당기손익-공정가치측정금융자산이자수익, 기타포괄손익-공정가치측정금융자산이자수익, 예치금이자, 기타이자로 이루어져 있다. 기타금융자산 순이익의 경우 매우 미미한 비중을 차지하여 금액적 중요성이 낮으며 총 순이자이익에 어느 정도 연동되는 모습을 보인다. 그에 따라 다른 순이자이익의 예상치에 최근 6개 분기의 순이자이익의 비중을 연동하여 추정하였다.

상기 논의를 종합한 총 이자이익 테이블은 아래와 같다.

## 총 이자이익 테이블

(단위: 백만 원)	1Q22	2Q22	3Q22(잠정)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
총 이자이익	1,987,666	2,115,656	2,245,000	2,912,060	3,326,706	3,457,632	3,378,594	3,513,807

## 7.2.1 비이자이익 추정

## 비이자이익 추정

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	3Q22(누적)	2022E	2023E
비이자이익	1,046,000	822,000	1,358,000	915,000	1,203,000	626,000
수수료이익	1,103,000	1,014,000	1,471,000	1,271,000	1,694,667	1,014,000
외환/파생	365,000	399,000	440,000	654,000	872,000	401,333
유가증권	225,000	183,000	394,000	(190,000)	(253,333)	0
대출채권평가/매매	104,000	52,000	125,000	83,000	93,667	93,667
기타	(751,000)	(826,000)	(1,072,000)	(903,000)	(1,204,000)	(883,000)

비이자이익은 수수료이익, 외환/파생, 유가증권, 대출채권평가/매매 등으로 구성되어 있다. 비이자이익 중 수수료이익이 100% 이상을 차지하고 있기에 수수료이익 추정이 가장 중요하다. 수수료이익은 신탁, 방카슈랑스, 수익증권, 신용카드, 외환관련 수수료 등 구 구성이 매우 다양하며 비중도 고르게 분포되어 있다. 우리금융지주는 5대 금융지주 중 유일하게 증권사를 보유하지 않았기에 영업이익에서 비이자이익이 차지하는 비중이 낮고 증시변동에 따른 민감도가 낮다는 특성이 있다. 따라서 급락하는 증시 속, 5대 금융지주 중 유일하게 비이자이익이 상승하고 있다.

그러나 비이자이익의 증가추세가 지속될 것이라는 것은 지나치게 낙관적인 전망이다. 수수료이익을 구성하는 신용카드, 신탁, 수익증권 수수료 등의 전망이 악화될 것으로 판단되기 때문이다. 따라서 2022년 수수료이익은 3분기까지의 실적을 바탕으로 추세를 반영하되, 2023년 수수료 이익은 과거 3개년 값 중 가장 작은 값으로 보수적인 추정을 한다. 외환/파생, 대출채권평가/매매, 기타의 경우 합리적 추정이 불가하거나 비중이 낮기 때문에 2022년 추정치는 3분기까지의 실적을 바탕으로 추세를 반영하였고, 2023년은 과거 3개년 평균값으로 추정해주었다. 유가증권 관련이익은 2022년 추정치는 추세를 반영하되, 2023년의 증시를 예상하는 것은 무리이기에 0으로 추정했다.

## 증권사 인수를 통한 Step Up, 지금이 적기다 - Potential

4대 금융지주 중 증권사가 없는 금융지주는 우리금융지주 뿐이다. 동사는 증권사가 없기에 불황기에 유리한 포지션에 위치해 있으나, 진정한 금융지주사로 발돋움하기 위해 증권사 인수 기회를 엿보고 있다.

이에 왜 지금이 동사의 증권사 인수 가능성이 높은 시기이며, 증권사 인수를 통해 어떤 효과를 낼 계획인지 살펴보고자 한다. 또한 증권사 인수 성공 시 비은행 비중이 가장 낮은 동사의 Multiple 개선이 가능할지 함께 확인해보자.

### 8.1. 증권사 인수 가능성 대두

4대 금융지주 중 유일하게 증권사가 없는 동사

동사는 잘 키운 증권사를 다른 기업에 넘긴 아픈 기억이 있다. 동사는 2004년 인수한 LG투자증권을 우리증권과 합병한 뒤 우리투자증권이란 대형 증권사로 육성했었다. 그러나 정부로부터 독립하는 과정에서 증권사를 농협금융에 매각하였고, 이후 동사는 4대 금융지주 중 유일하게 손보사와 증권사를 보유하지 않은 2% 부족한 금융지주사가 되었다.

비은행사업을 늘리기 위해 M&A에 총력 기울이는 중

동사는 지주사 체제로 전환한 이래 초대 회장인 손태승 회장 취임 이후부터 진정한 금융지주사로 거듭나기 위해 비은행사업을 늘리려 노력하고 있다. 비은행사업 확장의 일환으로 동사는 은행 등 계열사와의 시너지 효과가 가장 큰 증권사 M&A에 총력을 기울이고 있다. 증권업 재진출을 종합금융그룹 재건의 초석으로 삼고자 하는 것이다.

중소형 증권사 모니터링 중인 동사

동사에게 최적의 시나리오는 대형 증권사 인수일 것이나, 시장에 적절한 매물이 없기에 중소형 증권사 또한 부지런히 모니터링하고 있다. 현재 시장에서 동사가 인수하고자 하는 증권사 후보로는 SK증권, 이베스트투자증권, 유안타증권, 그리고 교보증권이 거론된다.

이 중 SK증권과 이베스트 투자증권이 상대적으로 인수 가능성이 높은 후보로 여겨진다. SK증권의 최대주주인 J&W파트너스는 내년이면 인수한지 5년이 되어 지분 매각을 통한 Exit이 가능한 적기를 맞게 되며, 이베스트투자증권의 대주주 G&A사모펀드의 지분 98%를 보유하고 있는 LS네트웍스도 이베스트투자증권 매각을 추진해 왔기 때문이다.

그림 2-1. 인수 후보 증권사 시가총액

인수 후보	시가총액	사모펀드 지분 보유 여부
이베스트투자증권	2900억	O
SK증권	3130억	O
유안타증권	4830억	X
교보증권	3400억	X

출처: 언론보도종합, SMIC 3팀

그림 2-2. 증권사 인수 추진 관련 기사 헤드라인

날짜	기사 제목
20년 4월	우리금융, 증권사 M&A 나설듯
21년 11월	우리금융의 증권사 인수 계획... 잠재 후보는?
22년 4월	"역대급 실적...M&A로 민영화 성공 다진다"
22년 7월	우리금융 "당분간 비은행 M&A 집중"
22년 10월	이성욱 우리금융 부사장 "증권사 M&A 계획엔 변동없다"

출처: 언론보도종합, SMIC 3팀

### 8.2. 왜 굳이 증권사 인수하려 하는데?

급속한 금리 인상이 진행되고 있는 지금, 이자이익 비중이 90%에 달할 정도로 은행 매출 비중이 큰 동사는 높은 레버리지로 호실적을 기록하고 있다. 기본 좋은 동사는 왜 지금 증권사 인수에 총력을 기울이고 있는 것일까?

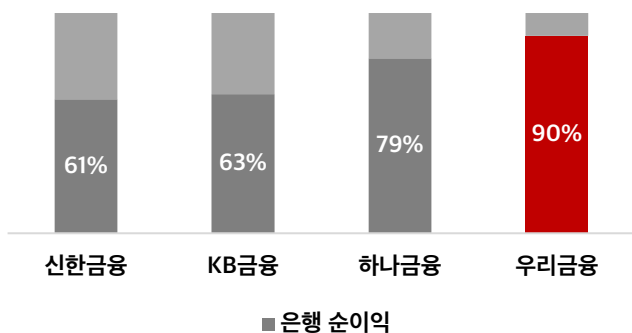
증권사가 없어 저금리 시대에 힘든 시기를 겪은 동사

단편적으로, 은행에 치우친 포트폴리오로 저금리 시대에 맞서기 힘들기 때문이다. 2020년 동사의 순이익은 전년대비 30%나 감소했는데, 이는 우리은행의 순이익이 전년대비 9.4%나 감소한 영향이 컸다. 반면 다른 금융지주들은 2020년에 증권업 호황으로 저금리로 인한 손실을 상쇄하였다. 특히 우리투자증권을 인수한 NH농협금융지주는 2020년에 전년대비 21% 늘어난 NH투자증권의 당기순이익의 영향으로 동사를 제치고 순이익 4위의 금융지주가 됐다.

증권사 인수를 통해 ROE 개선을 노리는 중!

원론적인 이야기를 해보자면 비이자이익 비중 확대는 은행 ROE와 차별화된 금융지주 ROE 제고에 효과적인 방법이기도, 동사는 증권사 인수를 통해 해당 비중 확대에 기여하고자 하는 것이다. 이자이익 기반의 수익성은 요구자본 증가를 동반하기에 큰 폭의 ROE 개선이 제한적이다. 반면, 비이자 수익의 경우 금리 변동과는 다른 움직임을 보이며 상대적으로 요구자본 증가가 제한적이다. 증권사가 수취하는 수수료 수익의 경우 자본에 미치는 영향이 매우 작으며, 평가/처분이익의 경우 투자자산의 위험도에 따라 RWA에 미치는 영향이 다르기 때문이다.

그림 2-3. 4대금융지주 순이익의 합계 중 은행 순이익의 비율



출처: 각 사 IR, SMIC 3팀

그림 2-4. 3Q22 누적 금융지주 주요 자회사 순이익 (단위 : 억)

	신한금융	KB금융	하나금융	우리금융
은행	25,925	25,212	22,438	23,735
증권	5,704	3,045	2,855	-
생명보험	3,696	1,558	147	-
손해보험	-	29	5,213	389
카드	5,877	3,559	1,656	1,792
캐피탈	2,824	2,053	2,530	1,673
종합금융	-	-	-	683
자산신탁	550	558	708	556
저축은행	311	215	209	114
순이익 합계	43,154	40,279	28,494	26,617

출처: DART, SMIC 3팀

증권사 시너지 효과  
→ 우리종금과의 합병!

그렇다면 구체적인 시너지 효과는 무엇이 있을까? 동사의 자회사 우리종금은 국내 유일 증권사로서 증권사 업무 중 주식 위탁매매를 제외한 대부분의 업무를 수행할 수 있다. 이에 동사는 중소형 증권사 인수 후 우리종금과의 합병을 통해 인수 증권사를 빠르게 정상 궤도에 올려놓고자 하는 계획을 세우고 있다.

자본규모의 빠른 성장  
→ 자본적정성 향상 +  
비은행 사업 투자를 통한  
선순환 고리

더불어, 우리종금의 자기자본은 6,000억원 수준으로 중소형증권사와 합병하면 자본규모 1조원을 단숨에 넘기게 된다. 이후 지주로부터 증자를 통해 자금을 받으면 자본규모가 더욱 빠른 속도로 커질 것이다. 즉, 동사는 확충된 자본규모를 기반으로 자본 적정성을 향상시키고 추가적으로 비은행 사업에 투자하여 중장기적 기업 가치를 키워가는 선순환 고리를 그리고자 하는 것이다.

### 8.3. 지금이 적기다

증권사 기업가치 상승으로  
인수하지 못했던 과거

팔 없는 붕어빵이라는 오명을 떨쳐내고 완전한 금융지주사가 되기 위해 증권사 인수에 혈안인 동사지만, 2014년 증권사 매각 이후 9년 동안 증권사 매물을 구하지 못했다. 특히 지난 2020년과 2021년에는 **주식시장 호황으로 증권사 몸값이 천정부지로 올라 매물을 구하기 어려워지며 인수에 더욱이 난항을 겪었다.**

다만 올해부터는 1) 증권사 인수에 긍정적인 환경이 조성되고 있으며, 2) 3연임을 노리고 있는 손 회장의 임기가 내년 3월에 마무리되고 있기에 근시일내에 인수 과정에 가속도가 붙을 것으로 예상된다.

합리적인 수준으로 가격이  
감소한 증권사

먼저, **높이 솟은 몸값으로 '품귀 현상'을 겪었던 증권사가 매물로 나올 가능성이 커졌다.** 증시가 하락세로 돌아서며 증권사 순이익이 큰 폭으로 감소하였기 때문이다. 이에 매물 가격 또한 지난해보다 합리적인 수준일 것으로 보인다. 현재 증권사들의 시가총액은 2021년 고점 대비 현재 약 50% 정도 수준으로 떨어진 상황으로, 웃돈을 주고도 인수를 진행할 정도로 매력적인 가격을 형성하고 있다.

내부등급법 승인시 증권사  
인수에 본격적으로 나설 것!

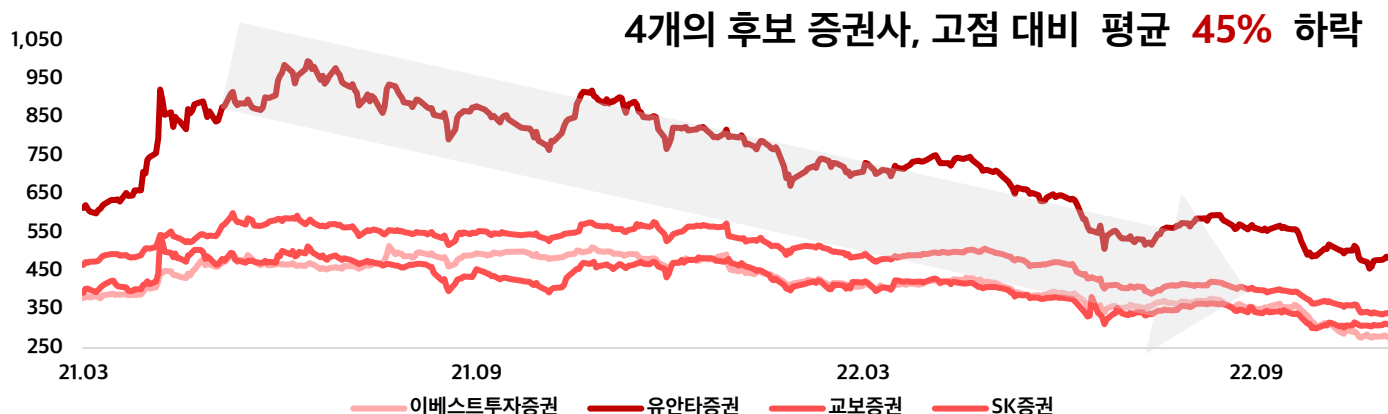
게다가 2019년 지주사 전환 이후 동사는 내부등급법 승인 시 증권사 인수에 본격적으로 나서겠다고 밝혔었다. 동사는 2021년 11월 내부등급법 승인을 받아 자본이 2조원 정도 늘고, 위험자산 기준으로는 약 20조원 정도 여유가 생기며 출자 여력이 크게 늘어났다. 이는 **중형 증권사 정도는 충분히 인수가 가능한 규모이다.**

손 회장의 3 연임  
→ 적극적으로 인수 과정에  
드라이브 걸고 있는 중!

이처럼 인수에 긍정적인 조건이 갖춰진 상황 속에서, 임기가 끝나가고 있는 손 회장은 더욱더 적극적으로 인수 과정에 드라이브를 걸고 있다. 올해 비은행 인수합병 실적을 올리지 못했기에 임기 내 그룹의 숙원인 증권사 확보에 성공한다면 손 회장의 3연임 여론에 자연스럽게 힘이 실릴 수밖에 없다. 그룹 차원에서도 현 체제를 유지하여 피인수 증권사가 자리를 잡을 수 있도록 해야 한다는 논리 개진이 가능하다.

그림 2-5. 인수 후보 증권사 시가 총액 추이

(단위 : 억 원)



출처: KRX, SMIC 3팀

### 8.4. 총알은 충분한가?

인수에 필요한 현금성 자산  
충분하다

타겟에 총구는 겨눴다. 과연 탄창은 충분한가? 현금만 본다면 2022년 반기 말 동사가 보유한 현금성 자산은 6,730억 상당이다. 현재 인수후보 증권사들의 시가총액을 충분히 상회하는 규모이다. 그러나 현금성자산을 한 번에 소진할 수 없기에 매각자가 요구 가능한 최대 가격을 지불할 여력이 충분치 않을 수 있다.

현금을 최소한으로 사용해  
인수 여력 확대

하지만 인수 합병과정에서 전액을 현금으로 지불하는 경우는 굉장히 드물다. 지난 2016년 미래에셋이 대우증권을 인수할 당시 차입매수 방식을 활용하여 인수가액의 33%만을 현금으로 지불하였다. 위 사례와 같이 동사의 증권사 인수는 현금을 최소한으로 사용해 인수 여력을 확대하는 방식을 사용할 가능성이 높다. 이에 동사의 자금조달 여력을 확인해보는 것이 필요하다.

이중레버리지비율과  
부채비율을 고려할 때  
충분한 자금조달 여력을  
갖춘 동사

동사의 이중레버리지비율과 부채비율을 고려해보았을 때, 충분한 자금조달 여력을 갖추고 있음을 확인할 수 있다. 이중레버리지비율은 쉽게 말해 자회사 출자 과정에서 자기자본이 아닌 타인자본을 어느정도 사용할 수 있을지 가능해볼 수 있는 비율이다. 동사의 이중레버리지비율은 반기 말 기준 99%로 당국 규제비율인 130%까지 31%의 여력이 남아있다. 이를 금액으로 환산하면 동사는 약 6조 7천억 상당의 자회사 출자 여력이 남아있는 것으로 4대 금융지주 중 가장 크다. 부채비율 또한 굉장히 낮은 수준인데, 지주사의 별도 부채비율은 9%로 4대 금융지주 평균 26%를 한참 하회한다. 다시 말해, 동사의 탄창은 넉넉하다.

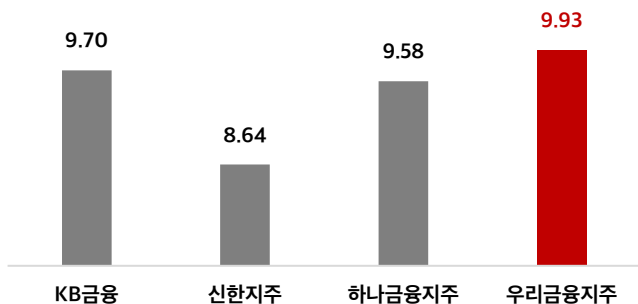
### 8.5. 증권사 인수가 진행된다면 밸류에이션 개선의 여지가 있을까?

동사의 ROE(12m trailing)의 경우 나머지 4대 금융지주 중 가장 높은 수준이나, 현행 PBR의 경우 가장 낮은 수준이다. 동사뿐만 아니라 현재 모든 금융지주의 주가가 낮은 Multiple에 거래되고 있다. 그 이유는 크게 1) 산업구조의 변화, 저금리시대로의 진입과 2) 낮은 배당성향으로 인한 자본 비효율화 우려로 정리할 수 있다. 이에 금융지주들은 적극적인 비은행 자회사 인수로 비이자이익 비중을 확대하고 있으며, 지속가능한 ROE 제고를 위해 힘쓰고 있다.

증권사 인수로 본격적인  
자본활용 다양화 시작  
→ 밸류에이션 개선 가능!

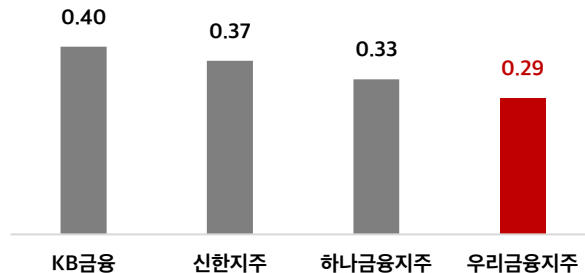
이와 같은 트렌드에서 우리금융지주의 경우 이익 중 은행 비중이 약 90%로 제일 높은 상황이기에 타 금융지주들 대비 낮은 수준의 Multiple을 받고 있다고 판단한다. 이에 증권사 인수를 시작으로 본격적인 자본활용 다양화가 시작되고 자본 확충을 통한 주주환원책 활성화가 진행된다면, 증권사를 자회사로 두고 있는 금융지주들과 유사한 수준으로 점차 따라갈 수 있을 것으로 예상된다. 만약 인수가 진행된다면 동사의 밸류에이션 개선의 여지는 충분하다.

그림 2-6. 4대금융지주 ROE (12m trailing)



출처: Aicel, SMIC 3팀

그림 2-7. 4대금융지주 PBR (current)



출처: Aicel, SMIC 3팀

## Valuation

### 9.1. 영업이익 추정

이자이익, 비이자이익, 대손비용, 판매관리비를 종합하여 산출한 영업이익은 다음과 같다. 이자이익과 비이자이익 추정은 앞선 매출 추정 부분에 기재하였다.

영업이익 추정								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22(잠정)	2022E	2023E
영업이익	2,799,976	2,080,394	3,659,749	1,228,442	1,203,746	1,271,000	5,210,717	8,531,142
이자이익	5,893,706	5,998,512	6,985,721	1,987,666	2,115,656	2,245,000	9,260,382	13,676,739
비이자이익	1,046,591	822,434	1,358,277	382,972	399,859	132,000	1,203,000	626,000
대손비용	(374,244)	(784,371)	(536,838)	(166,068)	(330,795)	(125,000)	(993,043)	(1,369,491)
판매관리비	(3,766,077)	(3,956,181)	(4,147,411)	(976,128)	(980,974)	(981,000)	(4,259,622)	(4,402,106)

#### (1) 대손비용

대손비용 추정						
(단위: 백만 원)	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
총여신	333,562,971	383,260,709	393,821,246	385,973,193	396,908,062	408,171,796
대손비용률	0.24%	0.26%	0.28%	0.30%	0.32%	0.34%
대손비용		993,043				1,369,491

대손비용은 총여신에서 대손비용률을 곱하여 산출하였다. 22년 3분기 동사의 대손비용률은 0.24% 이고, 23년까지 0.34%로 상승함을 추정하였다. 0.34%의 대손비용률은 우리은행의 2011년도 대손비용률에 해당한다. 2011년도에는 저축은행들이 PF에 무분별한 대출을 제공하여 부실채권 비중이 높아지며 사업운용에 문제가 발생한 때이다. 해당 시점은 현재 PF시장이 촉발한 금융시장의 위기와 흡사한 상황이며 이에 따라 은행의 건전성 문제가 부각되며 대손비용은 점진적으로 증가할 것이다. 따라서 2023년도 대손비용률은 2011년과 같은 수준까지 증가함을 추정해주었다.

#### (2) 판매관리비

판매관리비 추정						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	3Q22(누적)	2022E	2023E
판매관리비	3,766,000	3,956,000	4,147,000	2,938,000	4,259,622	4,402,106
인건비	2,391,000	2,533,000	2,701,000	1,806,000	2,837,289	2,979,773
물건비	757,000	773,000	787,000	622,000	772,333	772,333
감가상각비	481,000	521,000	524,000	387,000	516,000	516,000
제세공과	137,000	130,000	135,000	123,000	134,000	134,000

인건비는 임금상승률을 고려하여 추정하였다. 그 외의 비용들은 연도별로 큰 차이를 보이고 있지 않고 비중이 작아 3개년 평균값을 적용한다.

## 9.2. 영업외손익 추정

영업외손익 추정								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22(잠정)	2022E	2023E
영업외손익	(76,927)	(79,143)	89,492	(63,365)	99,163	17,000	0	0
1. 공동기업및관계기업 투자자산평가손익	83,997	101,077	62,196	(12,819)	20,104		0	0
2. 기타영업외손익	(160,924)	(180,220)	27,296	(50,546)	79,059		0	0

공동기업및관계기업 투자자산평가손익은 지주사 내의 모든 공동기업과 관계기업의 이익을 추정하여 지분법을 적용하는 것은 이익의 규모를 보았을 때 실익이 없다. 더불어 해마다 양의 값과 음의 값이 반복되기에 0으로 추정하는 것이 합리적이다. 기타영업외손익은 기 세부내역이 공개되지 않아 추정이 불가능할뿐더러 마찬가지로 그 규모가 작고 양의 값과 음의 값이 반복되는 바, 0으로 추정하는 것이 합리적이라고 판단한다.

## 9.3. 법인세비용 추정

법인세비용 추정								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22(잠정)	2022E	2023E
법인세비용차감전순이익	2,723,049	2,001,251	3,749,241	1,165,077	1,302,909	1,288,000	5,210,717	8,531,142
법인세비용	685,453	486,002	941,870	292,605	316,586	354,000	1,295,363	2,120,807
유효법인세율	25.2%	24.3%	25.1%	25.1%	24.3%	27.5%	24.9%	24.9%

동사의 과거 3개년 평균 유효법인세율인 24.9%를 2022년과 2023년의 유효법인세율로 추정하였다. 법인세비용차감전순이익에 추정 유효법인세율을 곱하여 법인세비용을 추정하였다.

## 9.4. 자본변동표 추정

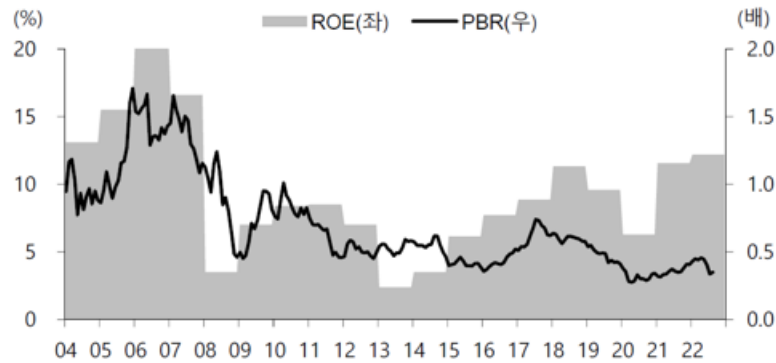
자본변동표 추정								
(단위: 백만 원)	자본금	신증자본증권	자본잉여금	기타자본	이익잉여금	지배지분	비지배지분	합계
<b>2019</b>								
기초잔액	3,381,392	3,161,963	285,889	(2,213,970)	17,124,657	21,739,931	213,113	21,953,044
당기순이익	0	0	0	0	1,872,207	1,872,207	165,389	2,037,596
보통주 배당	0	0	0	0	(437,626)	(437,626)	(2,014)	(439,640)
신증자본증권 발행	0	997,544	0	0	0	997,544	658,470	1,656,014
기타 자본의 변동	229,946	(3,161,963)	340,406	(35,352)	(34,723)	(2,661,686)	2,947,004	285,318
<b>기말잔액</b>	<b>3,611,338</b>	<b>997,544</b>	<b>626,295</b>	<b>(2,249,322)</b>	<b>18,524,515</b>	<b>21,510,370</b>	<b>3,981,962</b>	<b>25,492,332</b>
<b>2020</b>								
기초잔액	3,611,338	997,544	626,295	(2,249,322)	18,524,515	21,510,370	3,981,962	25,492,332
당기순이익	0	0	0	0	1,307,266	1,307,266	207,983	1,515,249
보통주 배당	0	0	0	0	(505,587)	(505,587)	(2,071)	(507,658)
신증자본증권 발행	0	897,822	0	0	0	897,822	0	897,822
기타 자본의 변동	0	0	(184)	(98,150)	(57,929)	(156,263)	(515,637)	(671,900)
<b>기말잔액</b>	<b>3,611,338</b>	<b>1,895,366</b>	<b>626,111</b>	<b>(2,347,472)</b>	<b>19,268,265</b>	<b>23,053,608</b>	<b>3,672,237</b>	<b>26,725,845</b>
<b>2021</b>								
기초잔액	3,611,338	1,895,366	626,111	(2,347,472)	19,268,265	23,053,608	3,672,237	26,725,845
당기순이익	0	0	0	0	2,587,936	2,587,936	219,435	2,807,371
보통주 배당	0	0	0	0	(368,357)	(368,357)	(9,391)	(377,748)
신증자본증권 발행	0	399,015	0	0	0	399,015	0	399,015
기타 자본의 변동	28,965	0	56,274	179,858	(95,280)	169,817	(874,105)	(704,288)
<b>기말잔액</b>	<b>3,640,303</b>	<b>2,294,381</b>	<b>682,385</b>	<b>(2,167,614)</b>	<b>21,392,564</b>	<b>25,842,019</b>	<b>3,008,176</b>	<b>28,850,195</b>
<b>2022E</b>								
기초잔액	3,640,303	2,294,381	682,385	(2,167,614)	21,392,564	25,842,019	3,008,176	28,850,195
당기순이익	0	0	0	0	3,528,266	3,528,266	387,088	3,915,354
보통주 배당	0	0	0	0	(647,931)	(647,931)	(7,322)	(655,252)
신증자본증권 발행	0	458,726	0	0	0	458,726	0	458,726
기타 자본의 변동	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>기말잔액</b>	<b>3,640,303</b>	<b>2,753,107</b>	<b>682,385</b>	<b>(2,167,614)</b>	<b>24,272,899</b>	<b>29,181,080</b>	<b>3,387,943</b>	<b>32,569,022</b>
<b>2023E</b>								
기초잔액	3,640,303	2,753,107	682,385	(2,167,614)	24,272,899	29,181,080	3,387,943	32,569,022
당기순이익	0	0	0	0	5,776,582	5,776,582	633,752	6,410,334
보통주 배당	0	0	0	0	(755,919)	(755,919)	(8,542)	(764,461)
신증자본증권 발행	0	229,363	0	0	0	229,363	0	229,363
기타 자본의 변동	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>기말잔액</b>	<b>3,640,303</b>	<b>2,982,470</b>	<b>682,385</b>	<b>(2,167,614)</b>	<b>29,293,561</b>	<b>34,431,105</b>	<b>4,013,153</b>	<b>38,444,258</b>

보통주 배당의 경우 발표된 배당 계획을 바탕으로 중간배당(2021~2023년 각 150원)과 기말배당(2021년 750원, 2022년 900원, 2023년 900원)을 반영하여 추정하였다. 신종자본증권의 경우 최근 몇일동안 한화생명, 흥국생명, DB생명이 발행이나 상환을 연기하는 등 거래가 급격히 감소할 조짐이 보이고 있다. 이에 따라 2023년도 동사의 신종자본증권의 발행 또한 크게 감소함을 추정했다. 기타 자본의 변동은 그 규모가 작고 양의 값과 음의 값이 반복되는 바 0으로 추정했다.

## 9.5. Valuation

### (1) Valuation Method: PBR Method

동사가 영위하는 은행업은 예수부채 및 채권 등으로 조달한 현금을 바탕으로 예대마진을 일으켜 이익을 창출하는 대규모의 자본집약적 사업이다. 따라서 자본을 효율적으로 관리하여 이익을 창출해내는 것이 은행업의 가장 핵심적인 경쟁력이다.



\*출처: SK증권

실제로 약 20년동안 동사의 ROE와 PBR을 살펴보면 두 지표가 동행하고 있음을 알 수 있다. 이는 시장에서도 동사의 ROE가 기업가치를 결정짓는 가장 중요한 요소라고 판단하고 있음을 방증한다. 이에 따라 ROE를 강조하는 PBR Method가 동사의 Valuation을 가장 효과적으로 반영할 수 있다고 판단한다.

### (2) Target PBR 선정논리

동사가 현재 부여받고 있는 PBR인 0.31을 동사의 Target Multiple로 제시한다. 동사의 현재 PBR Multiple인 0.31은 2020년 코로나 바이러스 등장 당시 금융시장이 폭락했던 때를 제외하면 역사적 하단(Appendix의 PBR 밴드 참조)에 해당한다.

동사의 Multiple이 낮아진 이유로 크게 세가지를 들 수 있다. 첫번째는 은행의 디지털 전환에 따라 기존 은행들의 성장성에 의문이 생겼기 때문이다. 카카오뱅크, 토스, 케이뱅크 등의 디지털 은행들은 스마트폰의 발전과 함께 빠르게 성장하고 있다. 카카오뱅크는 상장 직후 국내 최대 금융지주사인 KB금융보다 2배 이상의 시가총액을 달성하기도 했다. 이러한 흐름에 발맞추어 전반적으로 은행업에 대한 Multiple이 하향되었다. 두번째는 국내 증시의 급락이다. 작년 하반기부터 떨어지기 시작한 코스피 지수는 현재 고점 대비 30% 이상 하락한 상태이다. 마지막 이유는 앞서 언급한 레

고랜드발 금융시장의 불안이다. 현시점은 PF시장 불안의 확대로 금융업종들의 실적악화 우려가 매우 높다. 이러한 상황에 맞추어, 3분기 금융지주들의 어닝서프라이즈가 이어졌음에도 주가반응은 미미했다.

이처럼 은행업종에 대한 투심이 좋지 않은 상황이기 때문에 동사의 주가 드라이버는 '실적'에 기인할 것으로 판단한다. 시장의 불안에도 불구하고 꾸준히 양호한 분기 실적을 보인다면 자연스럽게 Multiple도 회복될 수 있을 것이다. 그러나 레고랜드발 금융시장 불안이 어떤 강도로 얼마나 지속될지 속단할 수 없기에 선불리 Multiple re-rating은 진행하지 않는다. 동사의 향후 Multiple로 현재의 PBR Multiple을 사용하는 것은 앞서 언급했던 세가지 이유가 반영되어 있기에 매우 보수적이고 합리적인 추정이라고 판단된다.

### (3) 최종 Valuation

Valuation - PBR Method (2023E)	
지배지분 기말자본 (단위: 백만 원)	34,431,105
유통가능주식수 (단위: 주)	728,058,225
<b>2023E BPS (단위: 원)</b>	<b>47,292</b>
Target PBR Multiple	0.31x
ROE (%)	18.62%
<b>2023E 목표주가 (단위: 원)</b>	<b>14,700</b>
현재주가 (단위: 원)	11,450
<b>상승여력</b>	<b>28.4%</b>

지금까지의 논의를 바탕으로 2023 Fwd BPS 47,292원에 Target PBR 0.31x를 적용하여 목표주가 14,700원을 제시하며, 2022년 11월 4일 금요일 종가 11,450원 대비 상승여력 28.4%로 투자 의견 BUY를 제시한다.

## Appendix

### 10.1. 재무상태표

재무상태표			
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021
<b>I. 자산</b>			
1. 현금및현금성자산	6,392,566	9,990,983	7,565,818
2. 당기손익-공정가치측정 금융자산	8,069,144	14,762,941	13,497,234
3. 기타포괄손익-공정가치측정 금융자산	27,730,531	30,028,929	39,119,789
4. 상각후원가측정유가증권	20,320,539	17,020,839	17,086,274
5. 상각후원가측정대출채권및기타금융자산	293,717,693	320,106,078	361,932,872
6. 공동기업및관계기업투자자산	806,360	993,291	1,335,167
7. 투자부동산	280,239	387,464	389,495
8. 유형자산	3,364,716	3,287,198	3,174,720
9. 무형자산	844,110	792,077	785,386
10. 매각예정자산	10,556	60,002	26,327
11. 순확정급여자산	2,582	5,658	21,346
12. 당기법인세자산	47,367	75,655	22,598
13. 이연법인세자산	39,544	46,088	31,131
14. 파생상품자산(위험회피목적)	121,131	174,820	106,764
15. 기타자산	233,646	1,348,994	2,088,950
자산총계	361,980,724	399,081,017	447,183,871
<b>II. 부채</b>			
1. 당기손익-공정가치측정 금융부채	2,958,302	6,813,822	4,873,458
2. 예수부채	264,685,578	291,477,279	317,899,871
3. 차입부채	18,998,920	20,745,466	24,755,459
4. 발행사채	30,858,055	37,479,358	44,653,864
5. 출당부채	443,980	501,643	576,134
6. 순확정급여부채	92,470	52,237	47,986
7. 당기법인세부채	182,690	370,718	584,491
8. 이연법인세부채	134,322	160,250	186,946
9. 파생상품부채(위험회피목적)	6,837	64,769	27,584
10. 기타금융부채	17,706,767	14,215,817	24,171,030
11. 기타부채	420,471	473,813	556,853
부채총계	336,488,392	372,355,172	418,333,676
<b>III. 자본</b>			
1. 지배기업 소유주지분	21,510,370	23,053,608	25,842,019
(1) 자본금	3,611,338	3,611,338	3,640,303
(2) 신종자본증권	997,544	1,895,366	2,294,381
(3) 자본잉여금	626,295	626,111	682,385
(4) 기타자본	(2,249,322)	(2,347,472)	(2,167,614)
(5) 이익잉여금	18,524,515	19,268,265	21,392,564
2. 비지배지분	3,981,962	3,672,237	3,008,176
자본총계	25,492,332	26,725,845	28,850,195
부채와자본총계	361,980,724	399,081,017	447,183,871

## 10.2. 현금흐름표

현금흐름표			
(단위: 백 만원)	2019	2020	2021
<b>I. 영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>1,870,349</b>	<b>3,605,975</b>	<b>(1,800,967)</b>
1. 당기순이익	2,037,596	1,515,249	2,807,371
2. 조정사항	(5,316,212)	(5,651,053)	(6,353,062)
법인세비용	685,453	486,002	941,870
이자수익	(10,576,770)	(9,523,853)	(9,894,749)
이자비용	4,683,064	3,525,341	2,909,028
배당수익	(107,959)	(138,543)	(309,211)
3. 현금의 유출이 없는 비용의 가산	1,317,550	2,151,640	1,853,107
당기손익-공정가치측정금융상품관련손실	0	44,863	16,869
기타포괄손익-공정가치측정금융자산관련손실	1,375	787	15,812
신용손실에대한손상차손전입액	374,244	784,371	536,838
기타총당부채관련손실	129,682	232,680	85,690
퇴직급여	165,125	174,628	177,303
유·무형자산및투자부동산 감가상각비 및 상각비	505,718	535,548	791,896
외환거래손익	0	191,504	109,668
파생상품관련손실(위험회피목적)	3,686	82,746	93,084
공정가치위험회피대상관련손실	86,214	68,508	1,947
공동기업및관계기업투자자산평가손실	19,778	24,525	19,816
공동기업및관계기업투자자산처분손실	0	0	174
유·무형자산및기타자산의 처분손실	3,433	2,717	3,354
유·무형자산및기타자산의 손상차손	28,295	8,763	656
4. 현금의 유입이 없는 수익의 차감	494,259	331,402	457,363
당기손익-공정가치측정금융상품관련이익	246,175	0	0
기타포괄손익-공정가치측정금융자산관련이익	12,390	24,925	48,436
기타총당부채관련이익	3,302	2,450	1,591
파생상품관련이익(위험회피목적)	126,651	67,395	61,271
공정가치위험회피대상관련이익	231	9,646	106,253
공동기업및관계기업투자자산평가이익	103,775	125,602	82,012
공동기업및관계기업투자자산처분이익	0	3,470	70,834
유·무형자산및기타자산의 처분이익	1,632	9,715	51,083
유·무형자산및기타자산의 손상차손환입	103	172	166
임가매수차익	0	67,427	0
기타이익	0	20,600	35,717
5. 영업활동으로 인한 자산·부채의 변동	(1,324,492)	548,283	(5,728,766)
당기손익-공정가치측정금융상품	(506,772)	(875,076)	42,498
상각후원가측정대출채권및기타금융자산	(11,265,714)	(22,763,192)	(38,020,109)
기타자산	86,237	(89,918)	(983,680)
예수부채	15,407,222	27,378,173	23,830,469
총당부채	(63,751)	(184,112)	(12,278)
순확정급여부채	(293,008)	(214,741)	(109,778)
기타금융부채	(4,719,399)	(2,694,701)	9,456,310
기타부채	30,693	(8,150)	67,802
6. 이자수취	10,478,357	9,558,119	9,351,055
7. 이자지급	(4,383,916)	(4,008,001)	(3,016,841)
8. 배당금수취	107,940	138,562	309,071
9. 법인세납부	(552,215)	(315,422)	(565,539)

<b>II. 투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>(8,588,141)</b>	<b>(1,456,426)</b>	<b>(10,666,859)</b>
1. 투자활동으로 인한 현금유입	34,414,773	33,256,047	38,792,275
당기손익-공정가치측정금융상품의 처분	11,357,056	6,605,483	10,361,751
기타포괄손익-공정가치측정금융자산의 처분	14,303,197	20,527,695	21,645,907
상각후원가측정유가증권의 상환	8,709,947	5,661,472	6,425,062
공동기업및관계기업투자자산의 처분	30,098	410,940	195,758
투자부동산자산의 처분	193	353	0
유형자산의 처분	13,343	22,828	2,890
무형자산의 처분	939	634	846
매각예정자산의 처분	0	0	93,756
기타자산의 순증감	0	26,642	66,305
2. 투자활동으로 인한 현금유출	43,002,914	34,712,473	49,459,134
사업결합에 따른 순현금흐름	296,813	313,058	0
지배력 획득에 따른 순현금흐름	0	0	1,638
당기손익-공정가치측정금융상품의 취득	11,823,630	8,082,824	11,840,524
기타포괄손익-공정가치측정금융자산의 취득	23,775,062	23,044,741	30,522,971
상각후원가측정유가증권의 취득	6,092,078	2,380,448	6,435,692
공동기업및관계기업투자자산의 취득	389,096	550,619	400,172
투자부동산의 취득	70,346	76,588	0
유형자산의 취득	429,547	149,341	119,255
무형자산의 취득	126,342	114,854	138,882
<b>III. 재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>6,171,005</b>	<b>2,367,241</b>	<b>9,075,701</b>
1. 재무활동으로 인한 현금유입	31,008,585	26,064,191	36,296,477
위험회피활동으로 인한 현금순유입	0	0	6,987
차입부채의 순증감	3,081,757	2,033,851	3,199,712
발행사채의 발행	25,510,713	23,082,798	32,674,966
기타부채의 순증감	0	3,971	3,488
신종자본증권의 발행	1,656,014	897,822	399,016
자기주식의 처분	760,101	0	0
비지배지분 유상증자	0	45,749	1,623
비지배지분부채의 순증감	0	0	10,685
2. 재무활동으로 인한 현금유출	24,837,580	23,696,950	27,220,776
위험회피활동으로 인한 현금순유출	5,520	5,409	0
발행사채의 상환	23,651,950	22,168,962	25,781,305
리스부채의 상환	217,867	204,794	177,593
신주발행비용	17,337	0	140
자기주식의 취득	184,164	0	3,757
배당금의 지급	437,626	505,587	368,357
신종자본증권의 상환	160,000	598,850	587,650
신종자본증권 배당금의 지급	161,052	211,277	211,173
비지배지분 배당금의 지급	2,014	2,071	9,391
비지배지분 유상감자	50	0	0
비지배지분변동	0	0	81,410
IV. 현금및현금성자산의 증가(감소)=(I+II+III)	(546,787)	4,516,790	(3,392,125)
V. 기초 현금및현금성자산	6,747,894	6,392,566	9,990,983
VI. 외화표시 현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	191,459	(918,373)	966,960
VII. 기말 현금및현금성자산	6,392,566	9,990,983	7,565,818

### 10.3. 용어 설명

은행들의 중요성이 더욱 부각되는 상황

은행업에서는 크게 3가지, 수익성, 건정성, 그리고 자본적정성을 중요하게 여기는데, 각각의 성질을 구체적으로 수치화할 수 있는 지표 역시 존재한다.

ROE와 ROA로 알 수 있는 은행의 수익성

우선 수익성의 경우 ROE 및 ROA를 대표적인 지표로 사용한다. ROE는 **자본총액 대비 순이익 규모를 가능하는 수익성 지표로, ROE가 높을수록 자기자본에 비해 효율적으로 순이익을 낸다는 것**을 의미한다. 우리나라의 금융지주사들 입장에서는, 핵심 자회사인 은행의 ROE가 결국 투자자들이 투자를 결정하는 중요 요소 중 하나가 된다. 한편 ROA는 자산총액 대비 순이익률을 수치화한 지표로, **금융기관이 보유자산을 대출과 유가증권 등에 운용해 실질적으로 얼마만큼 순이익을 창출했는지 알 수 있는 지표**이다.

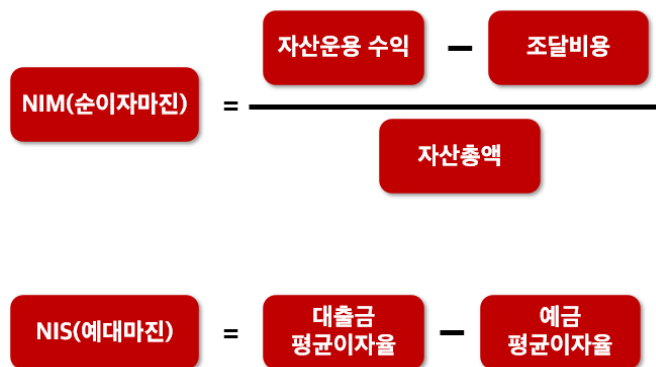
은행의 수익성을 나타내는 또 다른 지표로는 NIM과 NIS가 있다. 우선 NIS는 예대금리차를 의미한다. NIM은 NIS에서 확대된 개념으로, 대출 등 자산을 운용해 낸 수익에서 조달비용을 뺀 값을 운용 자산총액으로 나눈 수치이다. 이는 금융회사가 예대마진 외에도 외화, 유가증권에서 발생하는 이자를 포함해 얼마나 수익을 잘 내는지 알 수 있는 지표이다. 현재 금융감독원 역시 2000년부터는 NIM을 대표 지표로 사용해 오고 있다.

그림 10-1. ROE와 ROA



출처: SMIC 3팀

그림 10-2. NIM과 NIS



출처: SMIC 3팀

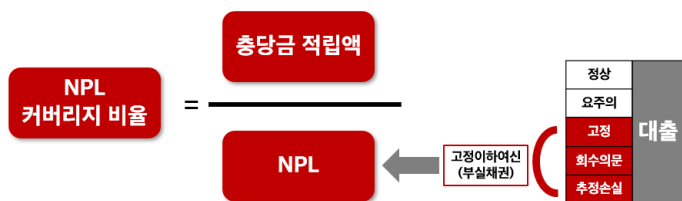
NPL 커버리지 비율로 확인하는 은행의 건전성

두 번째로 **은행의 건전성을 확인할 수 있는 대표적인 지표**로는 NPL커버리지 비율이 있다. 은행과 같은 금융회사는 보통 대출을 구분할 때 5단계 - 정상, 요주의, 고정, 회수의문, 추정손실 - 로 나누는데, 여기서 고정, 회수의문, 추정손실 3가지를 합친 것을 고정이하 여신, 또는 NPL이라고 한다. NPL커버리지 비율은 총당금 적립액/고정이하여신(NPL 총액)이며, **NPL 커버리지 비율이 높을수록 부실채권에 대비해 총당금을 많이 쌓아 두었다고 볼 수 있다.**

자본적정성을 확인하는 BIS 자기자본율

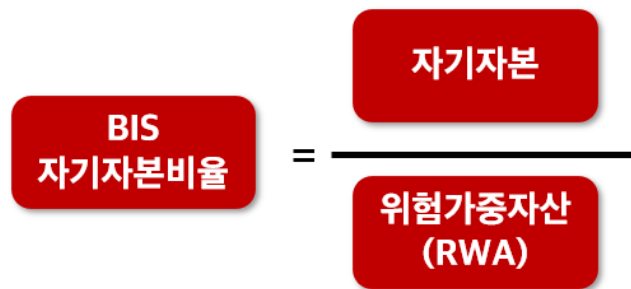
마지막으로 은행의 자본적정성을 나타내는 지표로서 **BIS 자기자본비율**이 있다. 은행의 자기자본을 위험가중자산(RWA)으로 나누어 구하는 BIS는 통상적으로 8% 이상을 유지할 것을 권고하며 건전성과 안전성 확보를 위해 **최소한의 자기자본 비중을 갖고 있는지 확인하는 지표**이다.

그림 10-3. 건전성 지표 - NPL커버리지 비율



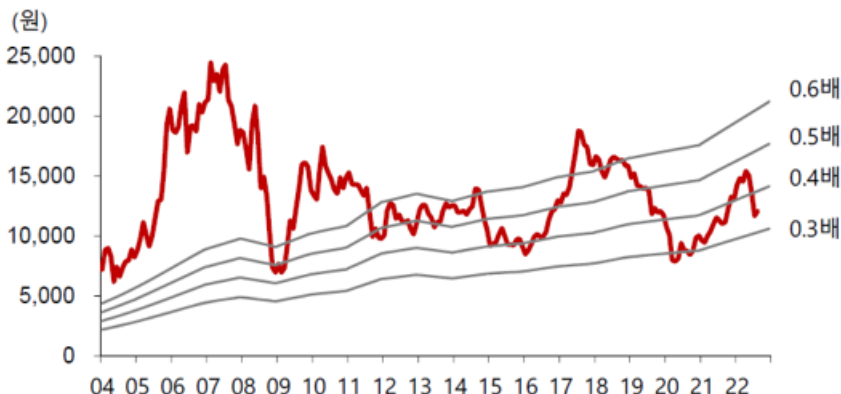
출처: SMIC 3팀

그림 10-4. 자본적정성 지표 - BIS 자기자본비율



출처: SMIC 3팀

10.4. PBR 밴드



\*출처: SK증권

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석 보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.