



2023년 5월 20일

Bank of America Corp (NYSE:BAC)

Buy the Fear, Sell the Greed 📈

Bank of America, 내가 믿을 건 너밖에 없어!

동사의 2022A BPS 30.61\$에 PBR 1.08x를 적용한 33.17\$을 1차 목표주가로, 2023E BPS 32.07\$에 PBR 1.18x를 적용한 37.84\$를 2차 목표주가로 제시한다. 동사는 끝없는 절제와 비용 관리, 포트폴리오 조절을 통해 모든 은행의 신뢰가 위협받는 현 상황에서 손에 꼽는 믿을 만한 기업이다. 은행에 대한 공포가 만연한 현 시점에 동사를 바라보고, 투자포인트의 논리를 통해 신뢰의 회복이 만들어줄 1차적인 주가 상승과 견고한 실적이 끌어당겨 줄 2차적인 주가 상승의 시나리오를 제시한다.

공포 속에서 신뢰를 얻고, 시장에 증명할 기업!

SVB가 휩쓸고 간 뱅크런의 여파는 일단락되었으나, 초토화된 은행주에 대한 시장의 인식은 나아질 줄 모른다. 투자포인트 1을 통해 동사는 여타 기업과 다르게 현재 뱅크런의 촉매로 작용하는 요소들에 있어 자유롭고, 사람들이 잃은 신뢰를 Stress Test 라는 결과로 증명할 것임을 보이고, 투자포인트 2를 통해 동사의 견조한 이익체력을 조명하고 시장이 되돌려 준 신뢰라는 씨앗을 실적이라는 열매로 증명할 기업임을 확인할 것이다. 이후 제시하는 매매 전략을 통해, 투자자로서 동사에 접근하는 방식을 합리적으로 제안할 것이다.

Income Statement							
(단위: 백만 \$)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E
Net Interest Income	48,162	48,891	43,360	42,934	52,462	14,448	57,490
YOY(%)		1.5%	-11.3%	-1.0%	22.2%		9.6%
Interest Income	66,769	71,236	51,585	47,672	72,565	28,655	116,843
YOY(%)		6.7%	-27.6%	-7.6%	52.2%		61.0%
Interest Expense	18,607	22,345	8,225	4,738	20,103	14,207	59,353
Provision For Loan Losses	3,282	3,590	11,320	-4,594	2,543	931	4,121
Net Interest Income After Provision for Loan Losses	44,880	45,301	32,040	47,528	49,919	13,517	53,369
Non Interest Income	42,858	42,353	42,168	46,179	42,488	11,810	46,629
Fees and Commissions	33,078	33,015	34,551	39,299	33,212	7,894	32,668
Other Income/loss	772	304	-738	-1,811	-2,799	-796	-2,538
Market Making and Similar Activities	9,008	9,034	8,355	8,691	12,075	4,712	16,499
Non Interest Expense	53,154	54,900	55,213	59,731	61,438	16,238	59,923
Personnel	31,880	31,977	32,725	36,140	36,447	9,918	34,583
Occupancy and Equipment	6,380	6,588	7,141	7,138	7,071	1,799	7,105
Marketing	1,674	1,934	1,701	1,939	1,825	458	1,718
Professional Fees	1,699	1,597	1,694	1,775	2,142	537	2,142
Information Processing & Communications	4,555	4,646	5,222	5,769	6,279	1,697	6,834
Product Delivery and Transaction Related	2,857	2,762	3,433	3,881	3,653	890	3,560
Other General Operating	4,109	5,396	3,297	3,089	4,021	939	3,982
Earnings before Taxes	34,584	32,754	18,995	33,976	30,969	9,089	40,075
Taxes and Other Expenses	6,437	5,324	1,101	1,998	3,441	928	4,453
Net Income (Loss)	28,147	27,430	17,894	31,978	27,528	8,161	35,622
YOY(%)		-2.5%	-34.8%	78.7%	-13.9%		29.4%

Rating

Buy

목표주가: \$33.17 → \$37.84

현재주가: 28.47\$

상승여력: 16.5% → 32.9%

12M 추가추이

시가총액 \$ 226.88B



B/S data (2022A)

자산 총계 \$ 3,051.3B

부채 총계 \$ 2,806.5B

자본 총계 \$ 273.2B

Earning data

Consensus PER ('23) 8.6x

Implied PER ('23) 8.6x

Consensus EPS ('23) \$ 3.33

추정 EPS ('23) \$ 4.39

주요 주주

Berkshire Hathaway 12.96%

Vanguard Group 7.71%

Blackrock 5.83%

SMIC 5 팀

팀장 46 기 이민주

팀원 46 기 이탁규

46 기 조성주

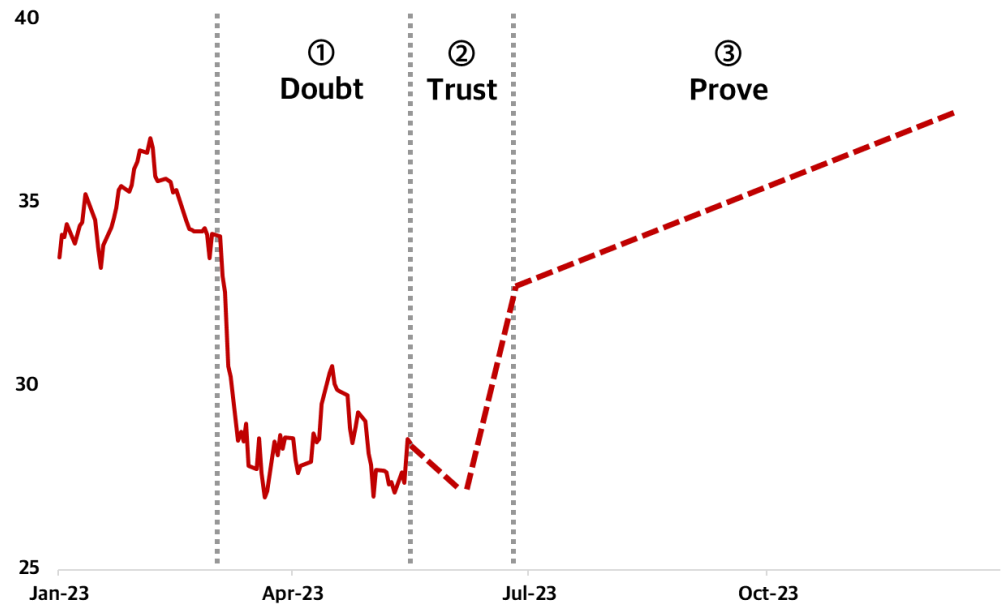
47 기 나현식

47 기 최유진

CONTENTS

Intro. 신뢰에 관하여	03
1. 신뢰 빼면 시체, 은행업 - 산업 분석	04
2. 신뢰할 수 밖에, Bank of America - 기업 분석	08
3. 공포는 과도하고, 신뢰는 회복될 것이다 - 투자포인트 1	10
4. Don't Worry, 견조한 실적 - 투자포인트 2	16
5. Buy the Fear, Sell the Greed - 매매 전략	21
6. 매출 추정	24
7. Valuation - Historical PBR Method	27
8. Appendix	31

Intro. 신뢰에 관하여



SVB 사태가 美 은행주에 시사하는 바는 다양하지만, 본 보고서는 **‘신뢰’**라는 단 하나의 단어에 초점을 잡을 것이다. 은행주의 주가에는 실적만큼이나, 어쩌면 그 이상으로 은행에 대한 신뢰가 강력하게 영향을 미친다. 이러한 관점을 토대로 현 美 은행주들을 하나하나 뜯어보기 시작하면, 의심받을지언정 위기를 견뎌내고 사람들의 신뢰를 회복할 수 있는, 아직은 의심을 받고 있는 건실한 기업들이 눈에 들어온다. 바로 그 주인공, 미국 굴지의 초거대 은행, **Bank of America**를 소개한다.

앞으로 본 보고서는,

“Doubt” - 산업 분석과 기업분석을 거치며 SVB 사태가 촉발한 연쇄적 뱅크런 공포 속, 동사가 시장에서 의심을 받고, 저평가를 받게 된 맥락과 원인을 조명한다. 이후 주가 분석 과정에서 ‘신뢰’와 ‘실적’이라는 주가 동인을 제시하고, 투자 아이디어의 핵심을 파악할 것이다.

“Trust” - 이후 투자포인트 1을 통해 동사가 현재 도래한 위기 상황에서도 자금 순유입, 안정적인 포트폴리오 운영, 주주환원 이슈 해결 등을 통해 여타 기업 대비 훨씬 자유롭게 날아갈 수 있다는 증거들을 제시한다. 이를 바탕으로 동사는 금년도 6월에 있을 Stress Test를 기점으로 사람들이 잃은 신뢰를 회복할 수 있음을 증명할 것이며,

“Prove” - 투자포인트 2에서는 현 기준금리 기조 하에서 견조한 P-C Spread가 이어지고, 부정적인 매크로 상황 속에서도 초대형 은행을 중심으로 증가하는 기업 대출(Q)를 바탕으로, 동사는 사람들이 되돌려준 ‘신뢰’라는 씨앗을 ‘실적’이란 열매로 ‘증명’할 것임을 확인한다.

“Buy the Fear, Sell the Greed.”

은행에 대한 시장의 공포가 만연한 현 시점, 동사에게 가장 어울리는 문장이라 확신한다. 싸게 사서 비싸게 팔라는 격언에 충실한 동사. 안개처럼 자리잡은 공포감을 걷어 내고, 떠나간 신뢰를 되찾는 여정을, 지금 함께 떠나 보자.

1. 신뢰 빼면 시체, 은행업 - 산업 분석

1.1. '은행'에 대한 간단한 이해

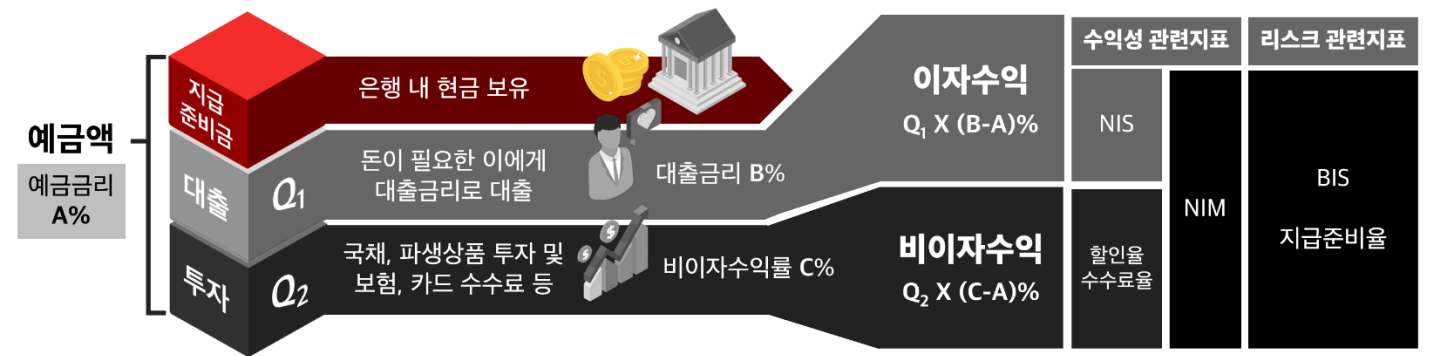
은행의 종류

- ① 상업은행
- ② 투자은행

은행은 업무의 종류에 따라 ① 예금과 대출을 운영하며, 그 사이에서 발생하는 차익인 '예대마진'을 얻는 **상업은행(CB)** ② 주식 발행 주선, 자금 조달 및 기업인수 외, 즉 돈이 필요한 기업과 돈을 굴리려는 기업 사이를 이어주는 **투자은행(IB)** 크게 두 가지로 구분된다. 경제 위기 속 인수를 거치며 이 구분은 모호해지고 있으며 많은 은행이 두 업무를 동시에 수행하고 있으나, 본 보고서에서 주로 다루는 내용은 '예금과 대출'을 기반으로 한, '**상업은행**'에 관한 것임을 미리 밝혀 둔다.

상업은행의 BM을 아주 간략하게 요약하면 다음과 같이 정리된다.

그림 1-1. 상업은행(Commercial Bank, CB) BM 간단정리



출처: SMIC 5팀

상업은행의 수익

- ① 이자수익
- ② 비이자수익

그림에서 볼 수 있듯, 상업은행은 기본적으로 **예금을 받아**(고객들에게 돈을 빌려) 일부를 **현금으로 보유**하고(지급준비금), **대출**(고객들에게 돈을 빌려줌) 및 **투자**(국채, 파생상품 외)를 통해 얻어지는 수익으로 사업을 영위한다. 이에 따라 상업은행의 수익은 예금금리와 대출금리의 차이(예대금리차, NIS)에서 나오는 '**이자수익**'과 국채 등에 대한 투자 혹은 보험 판매 수수료 등으로 얻은 수익을 통칭하는 '**비이자수익**'으로 나뉘지게 된다.

은행업의 특성

- ① 자본집약적
- ② 정부규제에 민감

그러나 은행의 역할을 **돈을 빌려 운용해, 수익을 얻는다**는 피상적인 차원에만 한정하면 곤란하다. 은행은 '돈이 부족한 곳'과 '돈이 필요한 곳'을 연결하는, **자본주의의 심장이자 금융의 핵심**이다. 은행의 방만한 경영은 금융시장의 뿌리를 뒤흔들고, '내 돈을 맡길 수 있다'는 **신뢰가 깨지는 순간** 은행은 그 기능을 상실하게 된다. 이에 따라 은행업은 거대한 자본을 바탕으로 수익을 내는 **자본집약적 산업**이자 **리스크 관리**와 관련된 **정부의 규제에 민감한** 규제산업의 성격을 띠 수 밖에 없다.

알아야 할 용어

- ① 수익성 관련
- ② 리스크 관련

따라서 상업은행을 이해하기 위해서는 은행의 ① **수익성** ② **리스크 관리**에 영향을 미치는 **지표와 용어**들에 대한 이해가 선행되어야 한다. 은행은 금융의 기둥이자 뿌리인 만큼 워낙 다양한 거시지표들이 영향을 미치지만, 본 보고서에서는 추후 다룰 투자포인트를 이해하기 위한 최소한의 개념만을 설명하고 넘어가고, 추가적으로 설명해야 할 요소들은 본문에서 다룰 것이다. 다음 페이지를 통해 ① **수익성 관련 지표 및 용어** ② **리스크 관련 지표 및 용어**를 다루며 은행의 수익성과 리스크 관리의 핵심을 알아보고, 현재 미 은행 시장에서 대두되는 문제를 확인해 보도록 하자.

(1) 수익성 관련 지표(NIS, NIM)

수익성 관련 지표

- ① ROE, ROA
- ② NIS, NIM

어려워 보이지만 사실은 단순한 개념들이다. 은행은 ROE, ROA 등의 지표를 활용해 자본과 자산을 얼마나 효율적으로 운영하느냐를 평가하기도 하나, 현재 은행의 수익성을 평가하는 가장 주요한 지표는 NIS, NIM이다. NIS는 '예대금리차', 말 그대로 평균 대출금리와 평균 예금금리 간의 차이로, [그림 1-1.]의 이자수익에 직접적으로 연관되는 개념이며, NIM은 이를 확장시켜 은행이 이자수익과 비이자수익을 통틀어 자산 대비 얼마나 효율적으로 수익을 창출했는지를 알 수 있는 지표이다.

(2) 리스크 관련 지표(지급준비율, BIS 자기자본비율)

리스크 관련 지표

- ① 지급준비율
- ② BIS 자본율

지급준비율은 각 금융회사가 고객으로부터 받은 예금 중, 중앙은행에 의무적으로 예치해야 하는 자금의 비율을 말한다. [그림 1-1.]에서 알 수 있듯 고객들의 예금액 대부분이 대출과 투자처에 묶여 있기 때문에, 은행이 일정 비율의 현금을 보유하지 않으면 고객들이 예금액을 되찾으러 올 때 지급불능 사태가 발생할 수 있다. BIS 자기자본비율은 은행이 가진 자기자본을 자산 중 위험성을 가진 자산에 가중치를 부여하여 산정한 위험가중자산(RWA)으로 나눈 값이다. 두 지표 모두 높은 수치를 보일수록 은행의 리스크 노출도가 낮다고 볼 수 있는 지표들이다.

리스크 헷지 無

→ 최악의 가능성 ↑

은행은 언제나 더 높은 이자율로 대출을 해 주고, 더 낮은 이자율로 예금액을 조달할 유인을 지닌다. 그러나 언제나, 수익률은 리스크에 대한 보상이다. 높은 수익성을 위해서는 필연적으로 저신용 채무자에게 대출을 하거나, 고위험 투자처에 투자하는 수밖에 없다. 이 과정에서 은행의 방만한 경영으로 리스크 헷지 없이 손실에 노출될 경우, 은행을 믿고 돈을 맡긴 예금자가 돈을 찾아가지 못하는, 최악의 상황이 일어날 수 있다. 은행의 근간, 신뢰가 깨지는 것이다.

1.2. 신뢰, 신뢰, 신뢰! - SVB 사태와 의심의 시작

조직은 힘이 아니라 신뢰의 바탕 위에서 만들어진다 - 피터 드러커

은행은 무조건,
신뢰, 신뢰, 신뢰!

때때로 사람들이 자본주의에 너무나 익숙해진 나머지 잊게 되는 한 가지 사실은, 은행을 은행답게 만들어 주는 것은 다른 무엇도 아닌 '신뢰'라는 사실이다. 특정 은행의 존속 여부는 "이 은행이 나의 돈을 돌려줄 것이다"라는 '신뢰'에서 기인하는 것이다. 이 때 은행이 지급불능 상태에 빠질 것으로 예상되면, 예금자들은 너나할 것 없이 은행으로 달려가 예금을 인출한다. 소위 말하는 "뱅크런(Bank-Run)"으로, 은행이 은행으로서의 기능을 상실하고 파산을 선언하는 순간이다.

그리고 '23년 3월, 가파르게 오르던 미 기준금리 속에서 이 뱅크런의 악몽이 다시금 발생하였다.

그림 1-2. 은행 수익성 관련 지표 및 용어

NIS (예대금리차)	=	대출금 평균이자율	-	예금 평균이자율
NIM (순이자마진)	=	자산 운용수익	-	자본 조달비용
		자산총액		

출처: SMIC 5팀

그림 1-3. 은행 리스크 관련 지표 및 용어

지급준비율	=	지급준비금	/	예금총액
BIS 자기자본비율	=	자기자본	/	위험가중자산(RWA)

출처: SMIC 5팀

SVB 예금, 대부분이 미 장기채로

'23년 3월 10일 늦은 밤, 미국 은행 역사상 두 번째로 큰 규모의 파산사태가 발생하였다. '83년 설립되어 실리콘밸리 스타트업들의 '전주'로 자리잡은 SVB(실리콘밸리 은행)가 바로 그 주인공이다. SVB는 주로 실리콘밸리 지역의 스타트업 기업들을 상대로 사업을 영위해왔다. 코로나 직후 스타트업들의 '20년 이후 유동성이 크게 증가하며, [그림 1-4.]에서 볼 수 있듯 SVB의 창구에는 엄청난 규모의 예금이 쌓이게 되었는데, SVB는 여기서 안타까운 실수를 하나 저지르게 된다. 예금액의 상당수를 대출액이 아닌 증권에 투자하였고, 그 중에서도 미국 장기채에 투자한 것이다.

금리↑ → 채권가격↓ SVB, 미실현손실 발생

모두가 알다시피 고정된 미래현금흐름을 '할인'해 평가하는 채권은 금리 상승 시 평가가치가 하락하고, 미국의 기준금리는 '22년 3월을 기점으로 치솟았다. SVB가 보유한 채권은 할값이 되었고, 대규모의 '미실현손실'을 인식하게 되었다. 물론 미실현손실은 실제로 발생한 금액이 아닌, 회계상으로만 존재하는 손실이다. 따라서 이 채권들을 매도하지 않고 만기까지 보유한다면 원금 보전이 가능하고, 미실현손실 역시 채권을 매도하지 않으면 '미실현'으로 남을 뿐이다.

예금액은 빠지는데, 돈은 전부 장기채에

그러나 SVB 상당수의 현금이 장기채에 묶인 상황에서 스타트업들의 유동성 파티가 끝나고, 고객들이 예금액을 인출하기 시작하자, SVB는 고객들에게 당장 현금을 지급하기 위해 미실현손실 투성이 증권을 매각하며 손실을 '실현'할 수 밖에 없게 되었고, '23년 3월 9일, SVB는 국채를 매각하며 18억\$ 규모의 손실을 인식하게 되었다. 예금자들의 신뢰가 깨지자뱅크런이 발생, SVB의 예금액은 초당 13억\$ 라는 무시무시한 속도로 빠져나갔다. 그리고 다음 날, SVB는 파산을 선언하였다.

SVB, 의심의 불씨를 당기다

SVB 뱅크런 사태는 미국 은행 전체의 '신뢰'에 의심의 불씨를 당겼다. 파산 직후 12일 뉴욕의 시그니처 은행(SB), 19일 크레딧 스위스(CS), 5월 1일 퍼스트리퍼블릭 은행(FRB)이 잇달아 파산하였고, 추가 뱅크런 가능성이 제기되며 美 은행 주가가 크게 하락하였다. 그러나 '제 2의 리만'을 만들지 않겠다는 의지로 연준과 미 정부가 발빠르게 개입하였고, 대형 은행들이 파산 은행들을 인수하고 예금을 전액 보전할 것이라 밝히며 연쇄 뱅크런 위험을 선제적으로 차단하고자 노력 중에 있다.

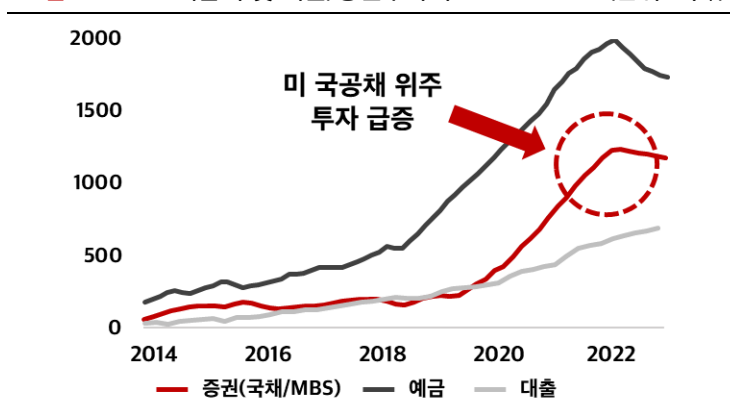
SVB사태의 핵심은 '미실현손실' 이란 다이내마이트에 '예금 인출'이라는 불씨가 붙었다는 것이다.

급한 불은 끄는데, 아직 한 발 남았다?

문제는 이 불씨가 미국 중앙은행의 개입으로 당장은 꺼진 것처럼 보이지만, 이 다이내마이트 근처에 새로운 불길이 다가오고 있다는 사실이다. 공포에 질린 예금자들이 은행의 건전성과 안정성을 재검토하는 과정에서 화제에 오른, 워렌 버핏과 FED가 경고한 상업용 부동산(CRE) 관련자산 리스크가 바로 그 주인공이다.

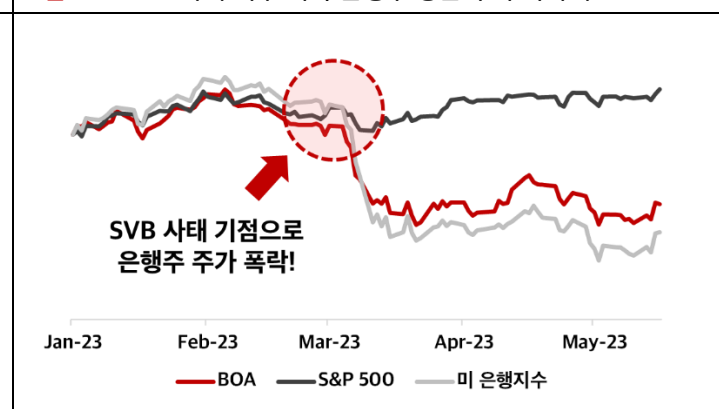
그림 1-4. SVB 예금액 및 대출/증권투자액

(단위: 억 \$)



출처: Financial Times, SMIC 5팀

그림 1-5. SVB 사태 이후 미국 은행주 평균 주가 하락세



출처: Yahoo Finance, SMIC 5팀

1.3. 미실현손실에 상업용 부동산 리스크까지, 도미노 뱅크런이 두렵다

**미실현손실 폭탄,
CRE가 또 불 붙이나?**

‘22년 초부터 이어진 **금리 상승**으로 난항을 겪은 것은 SVB가 보유하던 국채/MBS 뿐만이 아니다. 약소한 중소형 은행들의 창구 안에 잠들어 있는, **미실현손실**이라는 다이내마이트를 터뜨릴 **새로운 불씨**인 바로 상업용 부동산(CRE) 관련 자산 역시 **금리인상의 대가**를 톡톡히 치르고 있다.

**금리 인상 속 CRE,
재용자 난이도 상승**

부동산 회사들은 대출 만기 시, 기존에 조달한 자금을 상환하고, **다시 자금을 조달하는 ‘재용자’**의 과정을 거쳐야만 한다. 문제는 금리가 인상되고, [그림 1-7.]에서 확인할 수 있듯 공실률이 올라가며 부동산 회사들의 **재용자가 어려워진 것이다**. 대출을 갚지 못하면 파산은 당연한 수순이다. 저금리 기조 하 상업용 부동산은 안전하게 높은 수익률을 추구할 수 있는 투자처이기에, 수익률에 흑한 중소형 은행들의 대출액 상당수가 CRE 관련 대출로 채워지게 되었다.

**중소형 은행 원픽,
CRE의 배신**

[그림 1-6.]은 중소은행들이 얼마나 CRE 관련자산에 노출도가 높은지 보여 준다. 중소형 은행들의 대출 포트폴리오 중 **CRE는 평균 43%를 차지**하고(대형은행은 13% 수준), CRE는 일반주택 대출에 비해 변동금리 비중이 높아 특히나 **더욱 시종금리에 민감**하다. 거기다 금리가 인상되고 미국 CRE 공실률 역시 크게 증가하는 상황에서, 부동산 회사들의 **디폴트 선언**은 당연한 수순이다. 수익률은 리스크에 대한 보상인 만큼, 높은 수익률을 위해 감수한 리스크가 드러난 것이다.

**중소형 은행의
추가적 뱅크런 가능성,
폭풍전야!**

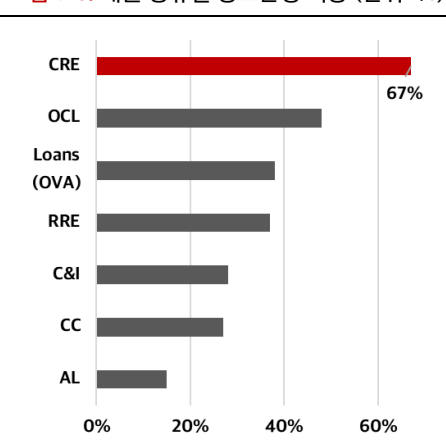
거기다 부동산 회사들의 부실화만이 문제가 아니라, **CRE 대출 시장의 만기 도래 규모** 역시 ‘25년까지 큰 폭으로 증가하고 있다는 점 역시 거대한 리스크다. 대출기준을 강화하면 부동산 회사들의 채무불이행이 증가하고, 대출기준을 완화하면 은행권의 리스크가 커지는 **딜레마**다. 이미 이는 Blackstone의 5.3억 유로 규모 CMBS 디폴트, Pimco 17억\$ 규모 오피스 디폴트, BrookField 7.7억\$ 규모 오피스 디폴트 등 여러 부동산 투자 회사의 **디폴트 선언**으로 드러나고 있으며, 미국 중소형 은행들은 이 **의심이 둘러싼 폭풍전야** 속에서 매일매일 줄타기를 하고 있는 실정이다.

**정말 괜찮은 기업,
찾아내 볼까?**

뱅크런은 일종의 자기실현적 예언이다. ‘내 돈을 받을 수 있다’는 신뢰가 깨지면 예금을 빼게 되고, 예금을 지급하기 위해 미실현손실이 실현되고, 이는 더욱 신뢰를 떨어뜨리는 **발산하는 연결고리**다. 그렇기에 그 속에서 **정말로 고객들의 돈을 지켜 줄 수 있는 건실한 기업**이 시장에서 의심과 저평가를 받고 있다면, 어쩌면 이는 근시일 내로 돌아오지 않을 최고의 투자 기회일지도 모른다.

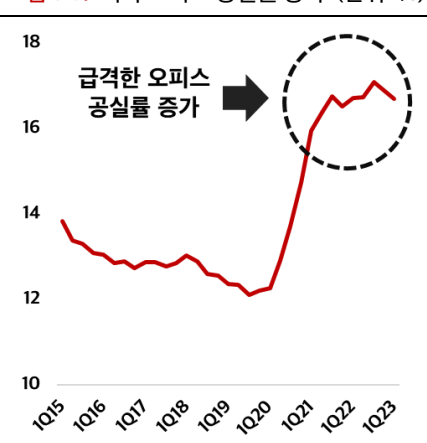
워렌 버핏이 인정한 유일한 美 은행주, 의심의 눈초리를 벗겨낼 약속의 기업, BOFA를 소개한다.

그림 1-6. 대출 종류별 중소은행 비중 (단위: %)



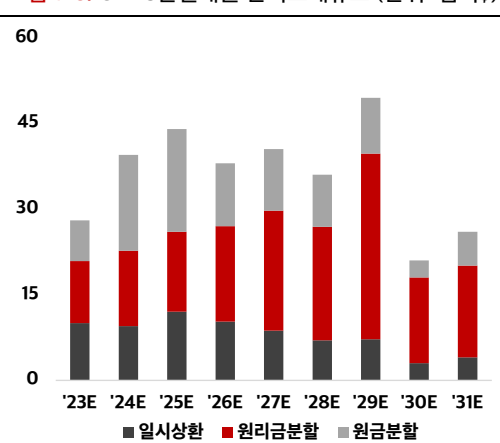
출처: Federal Reserve, SMIC 5팀

그림 1-7. 미국 오피스 공실률 증가 (단위: %)



출처: CBRE, SMIC 5팀

그림 1-8. CMBS관련대출 만기도래규모 (단위: 십억\$)



출처: Trepp LLC, SMIC 5팀

2. 신뢰할 수밖에, Bank of America - 기업 분석

2.1. 믿습니다, Bank Of America!

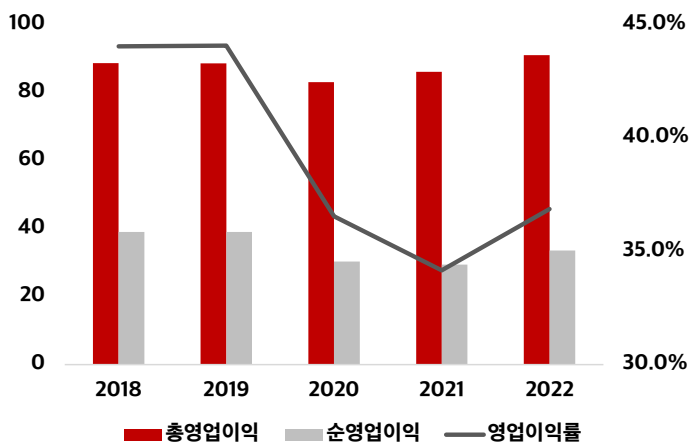
美 은행 쌍두마차, B of A!

Bank of America. 1784년 뱅크 보스턴을 전신으로 하는, JP모건과 함께 미국 은행가의 쌍두마차이자 웰스 파고 은행(WFC), 씨티뱅크와 함께 **美 4대 은행**으로 자리잡은 기업이다. '08년 금융 위기 당시 메릴 린치를 인수하면서 상업은행과 투자은행업에 동시에 진출해 있다. 동사는 [그림 2-1.]에서 확인할 수 있듯 안정적인 매출과 높은 영업이익률을 자랑하는데, **보수적인 포트폴리오 운영**과 **높은 대손충당금 인식률**을 특징으로 가지고 있으며, G-SIBs(Global Systemically Important Banks, 시스템적으로 중요한 글로벌 금융회사) 중 하나다.

Peer와의 비교? 은행 순위와 비슷한 포지션!

동사의 주요 Peer는 앞서 언급한 **美 4대 은행**의 일원들인 **JPM, WFC, Citigroup**이다. 은행은 앞서 설명했던 대로 ROE, BIS 자기자본비율 등의 지표 등을 토대로 수익성과 건전성을 평가받는데, 동사는 피어 내에서 은행 순위와 비슷하게, **JPM과 Citigroup & WFC 그룹의 중간 단계**의 수익성과 건전성을 갖추고 있다. 한 가지 주목해야 할 점은 은행주 특유의 **배당인**데, 동사는 **높은 배당성향**을 유지하며 분기별로 꾸준한 배당을 지급하고 있으며 이를 지속적으로 확대하고 있다. 거기다 '22년 이후로 **현금성자산 비중**을 높게 확충하는 모습을 보이며 자산을 Re-balancing 중이다.

그림 2-1. 동사 5개년 매출 및 영업이익률 (단위: 십억 \$, %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 2-2. 동사와 美 4대 은행과의 주요 지표 비교

동사 및 Peer 은행 비교				
	BofA	JPM	Citigroup	WFC
美 은행 순위(4Q22)	2	1	3	4
예금액(십억 \$)	2.26	3.23	1.9	1.92
시가총액(십억 \$)	226.88	407.66	90.31	150.88
ROE(%)	10.47%	14.27%	7.61%	7.59%
자기자본비율(%)	12.5%	13.0%	11.5%	12.0%
BIS 자기자본비율(%)	12.60%	13.10%	11.60%	12.10%
배당수익률(%)	3.1%	2.9%	4.4%	3.0%
배당성향(%)	26.13%	29.52%	28.02%	23.94%

출처: 각 사 사업보고서, SMIC 5팀

여러 번 강조해도 모자랄 '신뢰'

동사와 같은 은행 역시 하나의 기업이고, 이익을 창출하는 사업체인 만큼, 은행주의 주가는 일반적으로 **'실적'**에 동행하는 양상을 보인다. 그러나 동사의 주가 동인을 분석하는 과정에 있어, 우리는 보고서의 시작부터 지겹도록 강조해온 은행과 **'신뢰'**의 관계성을 다시금 짚고 넘어가야 한다. 은행의 근간은 **'내 돈을 돌려줄 수 있다'**라는 **'신뢰'**이고, 이 신뢰가 사라지기 시작하는 그 순간, 시장 참여자들은 해당 기업의 예상 실적이 견조한가의 여부에 관계없이 **가차없이 평가를 깎아내린다.**

실적, 그리고 신뢰

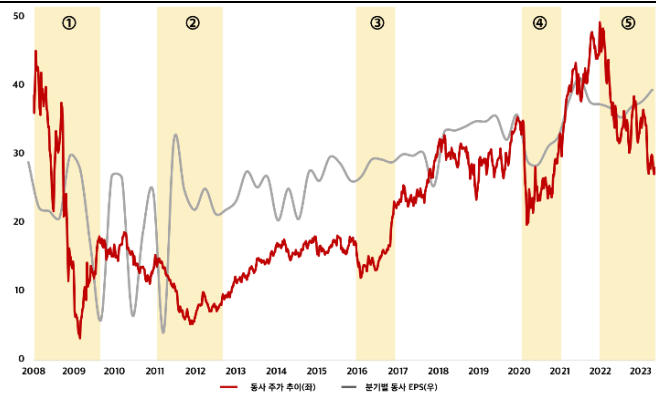
즉, 일반적인 기업의 주가가 실적과 멀티플에 의해 움직인다면, **은행의 주가는 실적과 '신뢰'로 움직인다고 분석할 수 있다.** 이를 토대로 '08년부터의 동사 주가를 분석하기 시작하면, 보고서를 관통하는 투자 논리와 **공포 속에서 지금 동사를 바라보아야 하는 이유**가 엿보이기 시작하고, 더 나아가 동사를 대할 때의 투자자로서의 접근 방식을 접쳐볼 수 있다.

2.2. 실적 x 신뢰도로 움직이는 주가

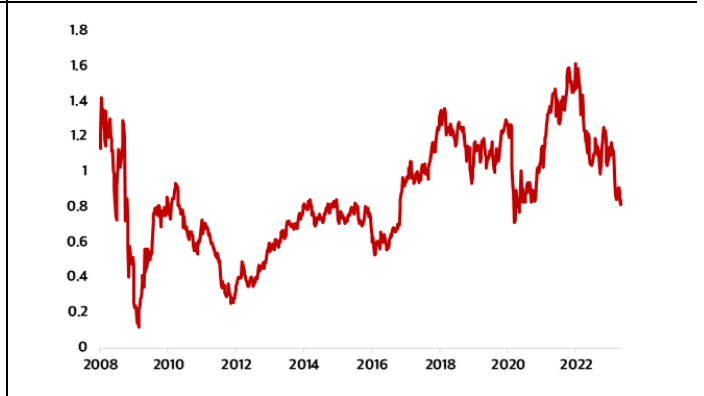
그림 2-3. 동사 주가흐름 및 분기별 EPS

(단위: \$)

그림 2-4. 동사 PBR 추이



출처: Investing.com, SMIC 5팀



출처: Investing.com, SMIC 5팀

은행주 멀티플
신뢰도가 결정!

주가는 실적과 멀티플의 곱으로 산정된다. 은행주의 멀티플은 신뢰도가 결정한다. PBR밴드에서 볼 수 있듯, 펀더멘털이나 매크로 측면에서 동사의 신뢰도가 무너질 때 멀티플은 추락한다. 따라서, 동사의 신뢰가 무너지는 시점에는 실적이 아무리 견조해도 주가는 하락한다. 신뢰가 회복되면 주가는 어느 주식처럼 다시 실적과 동행한다. 동사의 신뢰가 무너졌던 시기들을 중심으로 주가 분석을 진행하여, 이번에도 중소은행 파산사태로 저해진 신뢰도를 동사가 잘 극복할 수 있을 지 알아보자.

2008 금융위기,
역사적 저점!

① '08~'09년: 서브프라임 모기지 사태로 '08년 9월부터 대형은행들이 줄이어 파산하며 은행업 전반에 대한 신뢰가 무너졌다. 파산한 은행들 중 일부를 동사는 정부 지시로 끌어안았고, 이는 추후 실적악화로 이어졌다. 신뢰와 실적이 모두 무너진 해당시기에 동사의 주가는 40\$에서 약 2.6\$까지 추락하였다. 정부의 신속하고 적절한 통화, 재정정책으로 신뢰, 실적, 주가 모두 회복되었다.

신용등급 하락
→ 신뢰도 하락

② '11년~'12년: '08년에 끌어안은 은행들의 부실 자산(모기지)들이 수면위로 드러나면서 동사는 손실을 피할 수 없었다. 미국 부채한도 협상기간이 길어지면서 S&P에서 미국 신용등급을 AAA에서 AA+로 강등시켰다. 그 여파로 동사를 비롯한 대형은행들의 신용등급도 A에서 A-로 강등되었다. 두 사건이 겹치면서 동사에 대한 신뢰는 무너졌고 멀티플은 '08년 금융위기 수준으로 떨어졌다. 버핏의 우선주 5만주 매입으로 50억\$의 자본이 총당되자 주가는 다시 상승세에 접어들었다.

유가등락에 크게
움직인 동사 주가

③ '16년~'17년: 1월 유가가 배럴당 역사상 최저치인 30\$로 떨어지면서 동사 에너지 대출 포트폴리오에 큰 손실이 예상되었다. 동사는 이에 대응하기 위해 4Q15 8억\$의 대손충당금을 마련했다. 시장우려로 신뢰도는 하락했지만 6월 유가가 반등하면서 우려는 불식되었다. 11월 은행 대출규제 완화를 공약으로 내건 트럼프가 당선되면서 동사 실적에 대한 기대감이 커졌고 주가도 상승하였다.

Stress Test 로
이겨낸 어닝쇼크

④ '20년~'21년: 코로나19로 기업매출이 줄고 실업이 늘면서 동사는 대손충당금 비율을 대폭 늘렸다. 이는 1분기 어닝쇼크로 이어졌고 동사 주가도 함께 추락하였다. 하지만 6월 스트레스 테스트에서 Peer 대비 좋은 결과를 얻으며 멀티플(신뢰도)은 반등하였다. 이후 정부의 적극적인 경기부양 정책으로 회복세를 보이던 실적은 반등한 멀티플과 만나 폭발적인 주가상승을 이끌어냈다.

위기만 이겨내면
기대해도 좋다!

⑤ '23년 3월~: SVB사태가 촉발한 은행산업에 대한 공포심 때문에 실적 상승에도 불구하고 주가는 멀티플과 함께 급락하였다. 투자포인트에서도 후술하겠지만 동사는 중소은행 리스크로 잃은 신뢰도를 회복하고 견고한 실적을 앞으로도 기록할 체력을 지니고 있다. 동사의 주가는 항상 위기를 겪어야만 솟아오른다. 이번 중소은행발 위기도 잘 이겨내면 큰 업사이드를 기대할 수 있을 것이다.

3. 공포는 과도하고, 신뢰는 회복될 것이다 - 투자포인트 1

중소은행 파산사태에서 난 불이 동사와 같은 대형은행에 옮겨붙은 이유는 ① 2008년 서브프라임 모기지 사태 때 대형은행의 파산을 목격한 경험과 ② SVB처럼 큰 미실현 손실 규모를 가진 동사를 감도는 파산에 대한 공포감 ③ 미실현 손실로 줄어드는 주주환원 때문이다. 이러한 요소들이 “왜 시장에 공포심으로 다가오는지”와 함께 “안심해도 좋은 이유”를 규명하고자 한다.

3.1. 2008년, 지금은 그때와 다르다! 불안해하지마~

**‘08 리턴즈?
지금은 약간 달라!**

‘대형은행은 망할 일이 없다’고 막연히 믿은 ‘08년도와 달리, 힘든 시기를 실제로 몸소 겪은 이들은 ‘대형은행도 망할 수 있다’고 믿는다. **美 역사상 두 번째로 큰 규모의 은행 파산은 본능에 각인된 공포를 끄집어냈다.** 이 공포감은 즉각 **美 은행주의 주가 하락**으로 이어졌고 **불신만 남은 시장에서** 동사도 예외일 수 없다. 하지만 그 공포감을 뚫고 현 상황을 유심히 바라보면, **작금의 위기는 리먼 브라더스 08년의 금융 위기와의 3가지 이유로 확연히 다르며, 그 차이점들 때문에 중소은행 파산 사태는 대형은행에게도 영향을 미칠만한 대규모의 금융위기로 퍼지지 않을 것이다.**

**첫째,
부실자산과 안전자산**

첫째, ‘08년 금융 위기와 달리, 현 상황의 본질은 **부실 자산 투자가** 아니다. 당시 금융기관의 연쇄 파산은 서브프라임 모기지 및 파생상품 등 자산의 **부실화**에 따른 평가 손실에 기인한다. 반면, 금번 사태의 SVB나 FRB는 급격한 금리 인상에 따른 **안전 자산(정부 보증 MBS/국채)**의 평가 손실인 주된 이유이다. 급격한 예금 인출 리스크만 대비했다면 평가 손실은 실현되지 않았을 거이고 파산은 일어나지 않았을 것이다.

**둘째,
강해진 은행들**

둘째, 은행업 전반의 자본 안정성이 **과거와는 비교할 수 없는 수준**으로 개선됐다. ‘08년 금융 위기 이후 규제 강화로, G-SIBs뿐 아니라 기타 대형은행들의 자본 안정성 평가지표인 **Tier-1 자본비율**은 ‘08년 한 자릿수에서 **10% 초반대**까지 올라왔다. 또한, 과거와 달리 은행들의 전체 자산 중 현금과 지급준비금 등의 **고유동성 자산의 비중**이 ‘08년 6% 수준에서 현재 **평균 19%**까지 상승했다.

**셋째,
기민해진 대응**

마지막으로, 인간의 욕심이 끝이 없고 같은 실수를 반복한다지만, 과거의 데이터들을 바탕으로 자본주의 시장에서 유사한 사건에 대한 **파동의 크기는 점차 감소**해왔다. ‘08년 금융위기의 실수를 되풀이하지 않기 위해 강화된 규제와 **美 정부의 예금 손실 보전 및 단기 유동성 공급 정책 등 발빠른 대처**로 현재까지는 여전히 리스크가 남아 있지만 **은행 파산은 일단락**되는 모습을 보이고 있다.

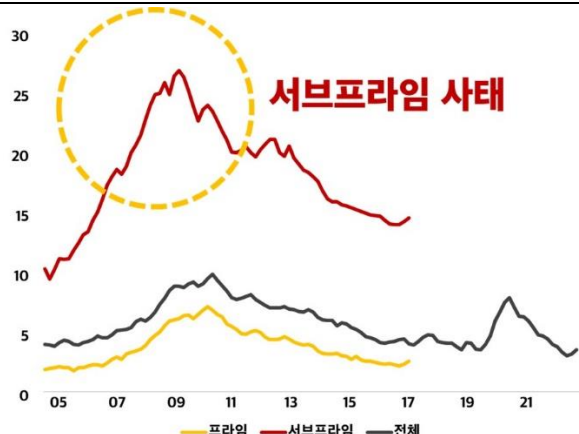
그림 3-1. SVB 직후 중소은행에서 동사로 ‘150억 달러’ 유입



“BofA로 150억달러 이상 유입”
‘대마불사’로 자금 이동중

그림 3-2. 미국 모기지 연체율

(단위: %)



출처: 언론사 종합, SMIC 5팀

출처: Thomson Reuters, SMIC 5팀

3.2. 미실현 손실, 동사에게는 그냥 숫자일 뿐

SVB 이후, 대형은행들도 추가하락

상술했듯, 작금의 중소은행 파산사태가 '08년과 같은 대규모 금융위기로 확산되지 않을 것이다. 하지만 은행업 전반에 대한 투자심리가 공포심으로 가득 찬 상황에서 대형은행의 주가가 영향을 받지 않을 수는 없다. 중소형 은행만큼은 아니지만, 미국의 대형은행들 역시 SVB 사태 발생 후 주가가 하락을 피할 수 없었다.

JP와 동사의 차이점, 미실현 손실

다만, 추가 하락폭이 적고, 전고점 수준으로 회복하는 미국 1위 JP Morgan & Chase 대비 동사의 주가는 SVB 사태 직후 계속 하락하고 있다. 미 은행을 이끄는 쌍두마차인 두 기업이지만, 두 기업의 주가의 향방을 가른, JP Morgan & Chase와 동사의 결정적 차이는 '미실현 손실'에 있다. 산업 분석에서 언급하였지만, 이해를 위해서는 AFS, HTM을 둘러싼 인식 변화의 확인이 필요하다.

금리인상기에 HTM 증권처리를 늘려온 은행

미실현 손실은 주로 AFS(매도가능증권)과 HTM(만기보유증권) 등 채권의 평가손실로 발생하는 손실로, 만기까지 보유 시 미실현손실은 그저 회계상에서만 존재하다 없어지는 숫자에 불과했다. AFS는 공정가치로 평가되어 B/S에 기록되기 때문에 I/S에 공정가치 변동분만큼의 미실현손실이 OCI에 반영되지만, HTM은 상각후원가로 평가되어 B/S에 기록되기 때문에 공정가치 변동분은 I/S에 반영되지 않는다. 즉, HTM의 미실현 손실은 회계상에서도 존재하지 않는 손실인 것이다. 이를 통해 은행들은 금리인상(채권가격 하락)기에 자기자본 감소를 막을 수 있기 때문에, HTM 증권처리를 늘려왔다.

HTM의 미실현손실에 대한 부정적 인식 발생

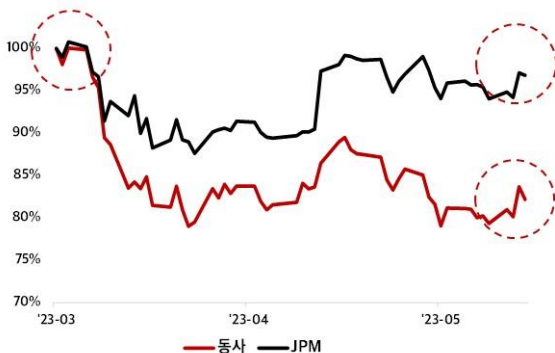
그런데, SVB사태 때 급격히 증가하는 인출을 감당할 수 없어 AFS는 물론, HTM까지도 매각해야 하는 상황이 발생하자 AFS 뿐 아니라 HTM 또한 '매도 가능한' 만기보유자산일 수도 있다는 부정적 인식이 생겨났다. 회계상 드러나지 않던 갑작스러운 손실에 충격은 더욱 컸다. 그 결과, HTM의 미실현손실을 확정손실에 준하는 보수적인 시각에서 바라봐야 하는 것 아니냐는 인식이 생겨나기 시작했다. 급격한 금리인상으로 HTM의 가치가 크게 하락한 상황 속에서, 미실현손실에 대한 공포는 은행의 신뢰를 떨어뜨리기에 충분했다.

엄청난 미실현손실, 실현하지 않아도 된다고?

문제는, [그림 3-4.]에서 볼 수 있듯, 동사 또한 HTM의 미실현 손실이 1,086억\$에 달한다는 것이다. SVB 사태 이후 주가를 회복한 JPM은 HTM의 미실현손실이 367억\$로 동사 대비 현저히 낮고, 자산대비 현금비중 또한 동사의 2배다. 미실현 손실이 중소은행 파산사태를 관통하는 핵심 원인인 만큼 해당 금액이 큰 동사의 신뢰도도 저해될 수밖에 없었다.

그림 3-3. SVB 이후 동사 vs JPM 주가 비교

SVB 파산 이후 동사와 JPM의 상이한 주가 퍼포먼스



출처: Investing.com, SMIC 5팀

그림 3-4. SVB, JPM, 동사 자산 및 미실현손실 (4Q22)

은행명	자산대비 현금비중	현금전환가능 보통주	AFS 채권 미실현손실	HTM 채권 미실현손실
SVB Financial	6.50%	118억 \$	25억 \$	151억 \$
JP Morgan	15.50%	2140억 \$	112억 \$	367억 \$
동사	7.50%	1717억 \$	48억 \$	1086억 \$

매우 큰 동사의 미실현손실 규모

출처: 각 사 IR, SMIC 5팀

그러나 **미실현 손실은 실현되지 않으면 소멸되는 숫자에 불과하다**. 미실현손실을 실현할 수밖에 없었던 SVB와 달리, 동사는 다음과 같은 이유로 미실현 손실을 실현하지 않을 것이다.

고객 이탈률이 낮은 동사

① 동사는 미국 은행 중 **고객 이탈률이 낮기로 유명하다**. 일반 고객 및 기업의 2/3가 동사와 10년 넘게 거래했을 정도로 **충성 고객 비율**이 높다. 이들은 85%가 복수의 금융 상품과 서비스를 사용하고 있다. 게다가 동사는 **고객예금자를 묶어두기 위한 고금리 예금 구조**를 갖고 있기로 유명하다. 최근, 예금보험 적용 금액인 25만 달러 이상 **고객예금자들의 예금 인출 유인**이 높은 상황에 고객예금자 이탈 관리는 동사의 강점으로 작용할 수 있다.

고객 포트폴리오 다각화, 리스크 ↓

② 또한, 동사의 **고객 포트폴리오는 매우 다각화**되어있다. SVB 은행 및 시그니처은행의 주된 파산 이유 중 하나는 **고객들이 금리 인상에 취약한 특정 산업에 편중**되었기 때문이다. 이처럼 고객이 특정 산업군에 편중될 경우, 금리 상승 등 **특정 상황 혹은 이벤트가 대규모 예금 인출을 야기할 리스크**가 높다. [그림 3-5.]는 동사가 기업에 제공하는 신용 대출의 산업별 익스포저를 보여준다. 대부분 10%를 넘기지 않으며, 특정 산업에 편중되지 않고, 매우 다각화되어 있음을 알 수 있다. 동사는 **산업뿐 아니라, 지역과 국가, 그리고 상품에 걸쳐 매우 균형잡힌 고객 포트폴리오**를 운영하고 있다.

우리 예금, 다 보장해줍니다

③ 게다가, 동사는 미국 내에서 **미보장예금 비율이 낮기로 유명하다**. FDIC(연방예금보험공사)는 은행이 금융난에 빠질 경우 **25만 달러까지 예금지불**을 보장한다. 미보장예금 비율이 높다는 것은 **원리금을 보장받을 수 없는 예금자가 많다**는 뜻이다. 이에 SVB 등의뱅크런을 가속화한 주된 이유로 높은 미보장예금 비율이 꼽힌다. 실제로, 4Q22 기준 **SVB의 예금액 대비 미보장 예금 비율은 93.9%**, **시그니처은행은 89.7%**였는데 반해, **동사는 47.1%**에 그쳤다. 이는 미국 4대 중에서도 가장 낮은 수준이며, 동사의 낮은 뱅크런 리스크의 주된 근거가 된다.

업계 최고의 유동성, 확정이 두렵지 않다

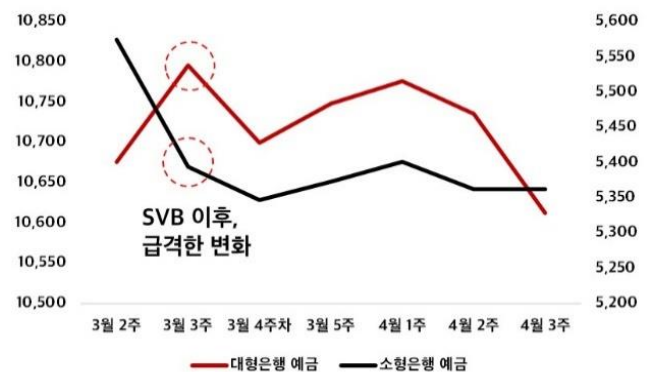
④ 마지막으로, **유동성에 대한 우려 등 심리적 요소가 뱅크런을 야기해 실제 은행의 파산**으로 이어지기도 한다. 그러나, 미실현손실에 대한 우려와 달리 동사의 **유동성 수준은 매우 우량하다**. 동사는 1Q23 기준, **3,760억 달러의 현금 및 현금성자산**을 보유하고 있다. 이는 **전체 예금액의 약 20%**로, 지금 당장 20%의 예금이 빠져도 대응할 수 있는 여력이 있음을 의미한다. 또한, 만에하나 심각한 뱅크런이 발생하여 **미실현손익이 확정 손실**이 될 경우의 **유동성 수준은 전체 예금 대비 56%**다. 유동성 측면에서 업계에서 가장 안전하다고 평가받는 **JPM조차 55.9%**임을 생각하면, 이 수치가 얼마나 높은지 쉽게 가늠해 볼 수 있다.

그림 3-5. 은행별 미보장예금비율

은행명	미보장예금비율
Bank of New York Mellon (BK)	96.5%
Silicon Valley Bank	93.9%
Signature Bank	89.7%
Northern Trust Co. (NTRS)	83.1%
Citibank NA (C)	77.0%
HSBC USA	72.5%
First Republic Bank (FRC)	67.7%
Western National Bank(WAL)	57.7%
MUFG Union Bank NA (USB)	53.3%
JPMorgan Chase (JPM)	52.5%
Fifth Third Bank NA (FITB)	52.2%
U.S. Bank NA (USB)	51.7%
Wells Fargo Bank NA (WFC)	51.5%
Bank of the West (BMO)	50.8%
Citizens Bank NA (CFG)	48.6%
Goldman Sachs Bank USA (GS)	47.7%
Bank of America NA (BAC)	47.1%

출처: 언론사 종합, SMIC 5팀

그림 3-6. SVB 이후 대형은행 및 중소은행 총 예금 (단위: 십억 \$)



출처: FED, SMIC 5팀

3.3. 주주환원 문제도 걱정마세요!

주주환원율이 좋은 은행주

은행주는 현금 배당이나 자사주 매입을 통해 상당한 양의 자본을 주주에게 환원한다는 점에서 매력적이다. 특히, 증시가 불안정한 금리인상기의 안정적인 현금 창출 능력은 투자자에게 더욱 매력적으로 다가온다. 따라서, 미실현손실이 주주환원 감소로 이어질 수 있다는 공포감은 동사 추가하락의 주된 근거가 된다.

개념부터 숙지하자!
CET1과 주주환원의 관계

미실현손실이 주주환원에 미칠 영향을 검토하기 위해서는 CET1이라는 개념이 필요하다. CET1은 보통주자본비율로, 보통주자본(보통주+이익 잉여금+자본 잉여금+기타포괄손익누계액)/위험가중자산(RWA)이다. CET1 최소 요구 수준에 대한 규제가 존재하며, 동사의 경우 현재 10.4%를 초과하는 부분에 대해 배당 혹은 자사주 소각을 통한 주주환원이 이루어진다.

미실현손실 → CET1 ↓

AFS의 미실현손실은 기타포괄손익누계액에 포함되어, CET1에 계상되는 반면, HTM의 미실현손실은 CET1에 계상되지 않는다. 따라서, HTM이 확정 손실이 되는 경우, CET1이 급격히 감소할 수 있다. 이에, 4대 은행 중 HTM 미실현손실 규모가 가장 큰 동사의 주주환원에 대한 우려가 가장 큰 것은 당연하다. 보통주 자본에 올해 미실현손실 수준을 단순 반영해 CET1 공식을 도출할 시, 1Q23 11.4% 수준이었던 비율이 5.2% 수준으로 순식간에 낮아진다. 이는 동사에게 요구되는 10.4%에 한참 못 미치며, 자본을 주주환원에 아예 사용할 수 없는 수준이다.

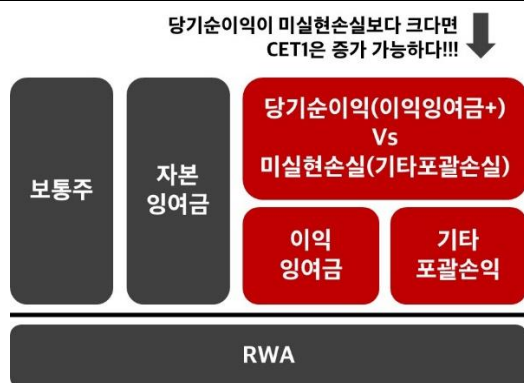
그러나 집중할 것은
미실현손익/당순익

그러나, 상기한 논리에 따라 동사 HTM 미실현손실이 '실현'될 가능성은 미미하므로, 급격한 CET1의 감소 가능성은 매우 낮다. 게다가, 주주환원에 실질적으로 영향을 미치는 것은, 미실현손익이라는 단일 변수가 아닌 미실현 손익/당기순이익이다. 당기순이익이 견조할 시 이익잉여금이 증가하므로, 미실현손실로 인한 보통주자본 감소분을 상쇄할 수 있기 때문이다. 따라서, 은행별 미실현손익에 의한 주주환원의 변화를 합리적으로 판단하기 위해서는 미실현손익/당기순이익 값을 비교해야 한다. 해당 방식으로 비교하면 [그림 3-8.]와 같이, 대형 4대 은행 중 동사가 가장 양호하다.

미실현손실,
따져보니 괜찮은데?

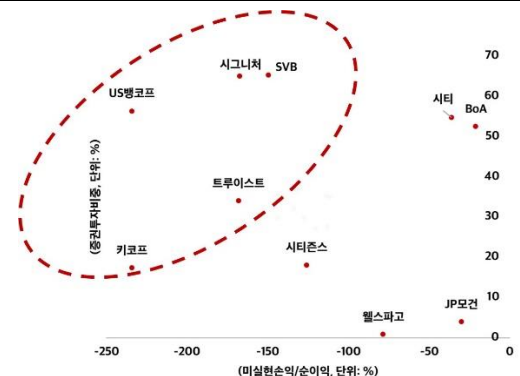
또한, 동사는 CET1의 분모에 해당하는 위험가중자산(RWA) 증가율을 낮춰가고 있다. 자산의 안정성 확보를 위해 현금 및 현금성자산을 크게 늘리고, 부실 대출을 정리중이다. 당장 올해 1Q에 현금 및 현금성자산이 1,460억 달러 증가했다. 더불어, 본 보고서의 추정상 동사의 '23년 당기순이익은 356억\$('22년 275억\$)일 전망이므로, 분자에 해당하는 보통주 자본의 증가세도 매우 양호하다. 즉, 주주환원 관련 미실현손실 공포는 동사 추가하락의 요인이 될 수 없다.

그림 3-7. CET1 및 보통주자본 개념도



출처: SMIC 5팀

그림 3-8. 美은행 증권투자 비율 및 미실현손익/순이익 비율



출처: Bloomberg, SMIC 5팀

3.4. 위기에 더욱 빛난다 - CRE 리스크 및 스트레스 테스트도 이상 無

남은 공포감
하나, CRE 리스크
들, 스트레스 테스트

동사의 '미실현손익' 관련 공포는 시간이 지나며 점차 해소될 것으로 판단한다. 그러나, 미국 상업용 부동산(이하, CRE) 관련 공포감과 6월에 실시될 美 은행 스트레스 테스트 결과의 불확실성이 여전히 남아있다. 선결하자면, 동사는 CRE 리스크로부터 안전하다. 또한, 스트레스 테스트 또한 오히려 동사를 둘러싼 공포 해소의 촉매로서 작용할 것으로 보인다.

(1) 미국 CRE 리스크

뱅크런 폭탄의 뇌관,
CRE!

산업분석에서 언급한 바 있듯, 상업용 부동산 위기는 미국 은행 섹터의 뇌관으로 자리하고 있다. 특히, 대출의 43%를 CRE에 의존하고 있는 중소은행을 중심으로 그 피해가 집중될 전망이다. 안 그래도 SVB사태 이후 중소은행에서 예치금이 빠져나가는 상황에, 주된 수입이었던 CRE 대출에서 채무 불이행이 늘어난다면 중소은행의 수익성 악화로 이어질 가능성이 높다. 수익성 악화는 다시 대출 기준 강화로 이어지고, 결과적으로 대형 은행으로의 고객 유출로 이어지며, 이러한 악순환의 반복은 최악의 경우, CRE 익스포저가 높은 중소은행의 파산까지 이어진다.

저원 함부로
CRE 안 받습니다~

반면, 동사의 CRE 대출은 전체 대출 대비 7% 미만으로, 중소은행에 비해 CRE 리스크에서 비교적 자유롭다. 또한, 동사의 CRE 대출은 기준이 매우 엄격하기로 유명하다. 쉽게 말해 부도날 확률이 적은 대출을 선별적으로 받는다. 동사 대출총액 중 최근 문제가 되는 오피스용 대출 비중은 2%에 불과하다. 그 중 75%는 최상위 등급의 부동산을 담보로 하는 Class A등급으로, 높은 수수료 및 우수한 시설을 바탕으로 안정적인 수익을 창출할 수 있어 디폴트 위험이 적다.

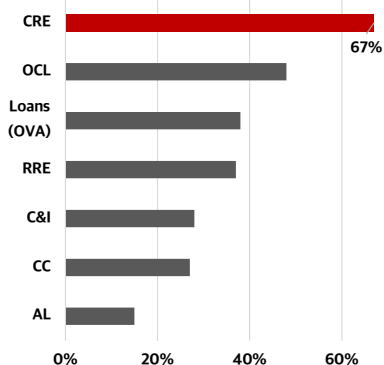
여기저기 퍼진 CRE,
Risk Down

중소 및 지방은행과 달리 동사의 CRE 대출 고객이 국가 전역으로 다변화되어 있는 점도 대출의 안정성을 높여준다. 중소 및 지방은행은 CRE 대출이 주변 상권 고객을 대상으로 진행하는 경우가 많아, 예컨대 실리콘밸리처럼 IT 기업들이 몰려있는 경우처럼 특정 산업 업황에 직접적으로 노출될 수 있다. 동사는 고객이 전국에 걸쳐 분포하므로, 이러한 리스크로부터 비교적 자유롭다.

확실한 싸움만 한다,
BofA

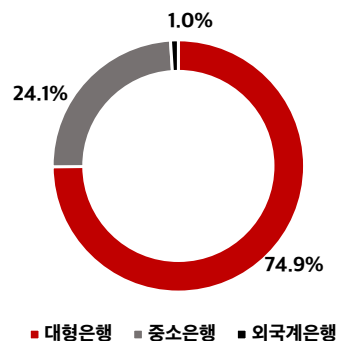
추가적으로, 동사가 투자하고 있는 CMBS(상업용 부동산 담보 증권)는 대부분 정부 보증 CMBS로, 상대적으로 신용 위험이 적다. 정부 보증 CMBS란 지니메이, 페니메이 등 정부보증기관이 보증하는 CMBS으로, 정부 또는 준정부기관이 채무불이행 위험을 대부분 제거해주기 때문에 지금처럼 CRE 시장이 좋지 않을 때에도 원리금 손실 위험이 적다.

그림 3-9. 중소은행 대출 항목별 비중



출처: 언론사 종합, SMIC 5팀

그림 3-10. 정부 보증 CMBS 은행별 비중



출처: FRED, SMIC 5팀

(2) 6월 미국 은행 스트레스 테스트

Stress Test

→ 이것도 버텨 보시지?

“스트레스 테스트”란 연준이 매년 대형은행들을 대상으로 경기침체 등 외부 충격을 가정해 자본 건정성 및 위기관리 능력을 평가하는 프로그램이다. 글로벌 금융위기 이후, 대형은행이 경기 침체 등의 경제적 충격을 견딜 수 있는 충분한 자본과 유동성을 보유하고 있는지 점검하기 위해 도입되었다. 이를 통해, 은행들은 각 시나리오가 B/S, I/S 및 자본 적정성 비율에 미치는 영향을 평가받게 된다. 또한, 자본 안정성 측면에서 미흡한 은행들을 대상으로 자본확충이 강제된다.

SVB 직후,
더욱 엄격해질 검사

스트레스 테스트를 위해 GDP와 실업률, 주택가격 등 은행 손익에 결정적 영향을 미치는 지표들의 악화 정도의 차이를 두고, 기본 시나리오와 부정적인 시나리오, 매우 부정적인 시나리오의 3가지 시뮬레이션이 적용된다. [그림 3-11.]은 올해 있을 스트레스 테스트의 기본 시나리오와 매우 부정적인 시나리오의 세부 내용으로, 올해는 SVB발 은행 위기를 겪었던만큼 더욱 엄격한 기준 하에서 평가될 것으로 보인다.

주주들도 주목하는
Stress Test 결과

투자자 입장에서 스트레스 테스트 결과는 당해 년도 각 은행의 주주환원 정도를 가늠해볼 수 있다는 점에서 중요하다. 자본 안정성이 우수하게 나온 기업은 배당을 늘리거나 자사주를 매입할 여유와 명분이 생기고, 미흡한 기업은 배당금을 유지하고 자사주 매입을 없애거나 줄여 자본을 늘려야 하기 때문이다. '22년의 경우, 모건스탠리, 골드만삭스, 웰스파고, 동사의 스트레스 테스트 결과가 좋았고, 곧장 실제 배당금 인상으로 이어졌다.

Test 결과,
주가 모멘텀이 되어줄 것!

실제 [그림 3-12.]을 보면 4대 은행 중 하나인 웰스파고 은행의 주가는 '22년 스트레스 테스트 전후로 하락 추세에서 상승 전환되는 모습을 확인할 수 있다. 동사 미실현손실의 규모가 큰 것이 실제 자본 안정성 지표 악화로 이어지지 않을 근거는 앞서 충분히 설명한 바 있다. 실제 스트레스 테스트 결과를 통해 주주환원의 불이익으로 이어지지 않음이 증명되게 되면, 동사의 미실현손실 관련 우려 해소의 촉매로서 작용하여 주가 상승의 모멘텀이 되어줄 것이다.

결론!
미실현손실, 문제없다~

상기의 논의를 종합하면, '미실현'손실이 '실현'되어 동사가 파산할 가능성은 낮고, 높은 수익성을 바탕으로 미실현손실이 주주환원에 부정적인 영향을 미치지 않을 것임을 규명하였다. 이제 투자자 입장에서 규명해야할 유일한 포인트는 정말 동사가 미실현손실을 크게 상회할 수익성을 보여줄 수 있는지로 좁혀진다. 따라서, 투자포인트2에서는 동사가 앞으로 높은 수익성을 보일 수 있는 근거를 규명해보고자 한다.

그림 3-11. '23년 스트레스 테스트 시나리오

	기본 시나리오	매우 부정적인 시나리오
상황	• 완만한 경제 둔화 • 이후 점진적회복	• 극심한 글로벌 경기침체 상황 • 장기간 주택 및 상업용 부동산 가격 하락
실업률	3.6%(4Q22) ⇒ 4.9%(1Q24)	10.0%(3Q24)
실질GDP	1.7%(4Q22) ⇒ 2.3%(4Q24)	8.75% 감소(4Q22~1Q24)
CPI	3.1%(4Q22) ⇒ 2.1%(2Q24)	1.3%(3Q23) ⇒ 1.6%(1Q26)
국제금리 (3개월)	4.0%(4Q22) ⇒ 4.6%(3Q23)	0.1%까지 하락(3Q23) 후 회복(~1Q26)
국제금리 (10년)	3.9%(4Q22) ⇒ 3.2%(1Q26)	0.8%(2Q23) 저점 ⇒ 1.5%(1Q26)
주가	4Q22 수준 유지	45% 하락(~4Q23) 후 반등
주택가격	연 2%씩 점진적 상승	38% 하락 후 반등(~3Q24)

출처: 언론사 종합, SMIC 5팀

그림 3-12. 스트레스 테스트 이후 반등한 WFC 주가 (단위:\$)



출처: Investing.com, SMIC 5팀

4. Don't Worry, 견조한 실적 - 투자포인트 2

투자포인트 1에서 벗겨진 동사에 대한 의심에 종지부를 찍어주는 것은 결국 **동사의 실적**이다. 특히 은행업을 영위하는 만큼, 그 본질인 **'이자수익'**의 측면에서 실적에 대한 의구심을 해결해 주어야 한다. 따라서 본 투자포인트에서는 P-C 스프레드(대출금리-예금금리), Q(예금액 총액 중 대출액 분량)로 이루어지는 동사의 이자수익을 ① 견조한 P-C 스프레드, ② Q의 하락을 beating할 상승분이라는 두 가지 측면에서 접근할 것이다. 동사의 실적이라는 씨앗, 신뢰라는 열매로 돌아올 것이다.

4.1. P-C 스프레드, 예대금리차는 견조하게 유지될 전망!

기준 금리와 예대금리의 동행성은 자명하므로, 향후 예대금리차 전망 이해를 위해서는 ① **향후 기준금리** 기조 ② 해당 기조 하 **예금/대출금리** 향방에 영향을 끼치는 요인들을 면밀히 살펴야 한다.

(1) 향후 기준금리 기조

기준금리?
동결!

예금/대출 금리의 근간인 기준금리는 '23년 동결/25bp 인상 후 동결' 전망이 지배적이다. 금리 인상 시 FOMC의 최우선 고려지표인 물가지수가 전년 동월 대비 **4.6% 상승**한 점은, 인플레이션이 **목표 물가인상률 2%**를 바라보고 있는 미국을 여전히 옥죄고 있음을 반영한다. 이를 반영하듯 파월 의장은 목표 물가상승률 수정 및 "23년 내 금리 인하는 없을 것"이라 단정지었다.

(2) 예대금리차 증가로 개선될 수익성

P-C 축소의 주범,
① 정부의 P압박
② 은행간 C 경쟁

높은 기준금리는 높은 P와 C를 의미하지만, 가장 **중요한 것은 그 스프레드**다. 일반적으로 은행은 기준금리 상승 시기, P-C 스프레드 **확대**를 통해 이윤을 추구할 유인을 지닌다. 동시에 이 스프레드 확대에 제동을 거는 요인이 크게 두 가지 있으니, C에 비해 빠르게 치솟는 P에 대한 **정부의 규제** 하방 압력과 은행들의 **예금 확보 경쟁**에 따른 C의 추가적인 **상방압력**이 그 주범들이다.

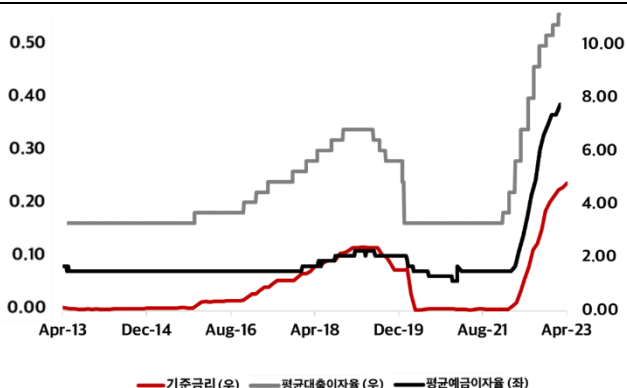
동결 전망 뒀다, P!

그러나 현재, P의 경우 美 FED에서 검토 중인 대출 금리에 대한 신규 규제 건이나 추가적인 정부 규제 압박은 확인된 바 없으며, 이를 반영하듯 WSJ에서 예측한 美 우량 7개 은행의 평균 최우대금리 예측치는 **현 8% 수준에서 8.5%까지 상승 후 '23년 내 동결** 추이를 보인다.

서로 돕고 살자,
안정성이 최우선!

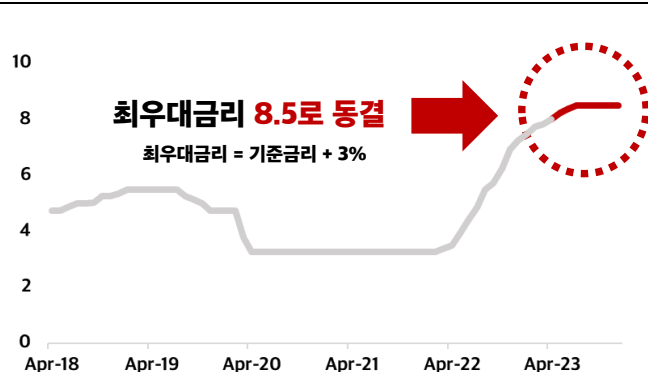
거기다 C의 경우, 3월부터 이어진 뱅크런 국면에서 은행들은 고객들 신뢰도에 영향을 주는 실적, **유동성 및 안전자산** 확보가 최우선이다. C상승시의 자금 리스크가 위협적인 상황에서, 생존을 위협받는 은행들이 **제 살 깎아먹기식 경쟁**을 하지 않는다고 보는 것이 합리적이다. 또한, 동사에 예금을 유치하는 고객들은 '금리'가 아닌 '안정성'에 더욱 민감하기에, C 상방 압력은 매우 낮다.

그림 4-1. 미국 기준, 대출(P), 및 예금(C) 금리 (단위: %)



출처: World Bank, SMIC 5팀

그림 4-2. WSJ 최우대금리 과거 추이 및 예측치 (단위: %)



출처: WSJ, SMIC 5팀

고로, 기준금리로 높아진 P-C 스프레드는 적어도 현 상황 유지, 베이비스텝 시 확대까지 바라볼 수 있다. 종합하자면, 기준, 대출, 예금 금리 모두 '떨어지지 않는다'.

4.2. 중소형은행으로부터 자금 조달 → Q 상승

동사의 실적, '이자수익' 산출에 사용되는 Q는 [그림 1-1.]에서 확인할 수 있듯 동사로 흘러들어오는 '대출액의 규모'임을 다시 한 번 짚고 넘어가자. 만일 이 Q의 하락세가 선연하다면 P-C스프레드가 아무리 견조하더라도 말짱 도루묵인 만큼, 동사 Q의 향방을 반드시 짚고 넘어가야 하는 요소다.

향후 Q의 핵심? "기업향 신규 대출액"

동사 대출 포트폴리오 비중은 대략 기업 50%, 가계 20%, 주거용 모기지 20%, 그리고 상업용 모기지 10%수준이다. 이 중 상업용 모기지는 비중이 매우 낮고, 가계와 주거용은 대출금리 상승에 민감도가 낮다. 그러나, 기업 향 대출은 비중도 클 뿐만 아니라, 기업이 운영하는 만큼 외부요소 민감도가 높다. 즉, 동사 Q의 향방을 결정할 핵심은 바로 '기업향 신규 대출액'에 있는 것이다.

기업대출 증가? 경기↑ 금리↓ 규제↓

통상적으로 기업의 대출액은 ① 경기 상황이 양호하고 ② 금리가 낮게 유지되고 ③ 정부의 대출 규제 기조가 완화될수록 증가하는 양상을 보인다. 그런데 [그림 4-3.]에서 볼 수 있듯 기업 대출을 시기별로 나누어 분석해 보면, 앞서 말한 세 가지 상황과는 정 반대 상황이 펼쳐지며, '23년 초부터 대출액이 소폭 감소하고 있다. Q에 대한 걱정이 들 수밖에 없는 실정이다. 그러나 자료들을 더더욱 깊이 파고들다 보면, 동사와 같은 초대형 은행들은 이 걱정에서 빚겨나가 있음을 확인할 수 있다.

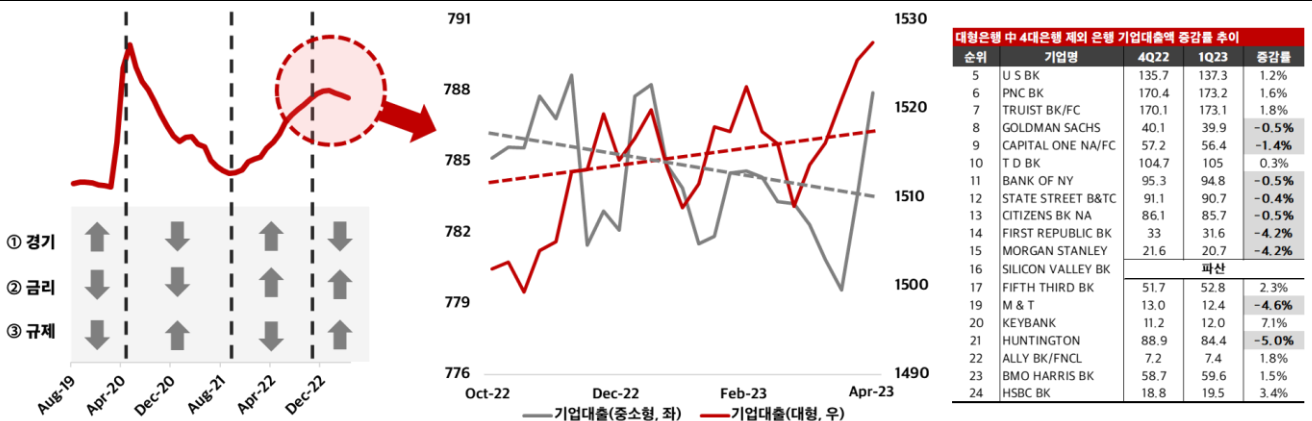
기업대출 감소, BofA는 피해 간다

[그림 4-3.]의 데이터를 다시 상위 25개 대형/중소형 은행으로 나누어 추세를 살펴보면, '22년 이후 기업대출 감소세는 중소형 은행에서 더욱 강하게 나타나고 있음을 알 수 있다. 심지어 대형은행들의 대출액 분석 결과, 5위~24위 기업 중 절반 이상의 기업에서 기업대출 감소세를 확인하였다. 즉, 동사를 비롯한 초대형 은행에서의 기업대출 상승세가 전체 대형 은행 기업대출액에서의 상승세를 유지시키는 형국이다. 실제로 5월 19일, 동사 경영진은 기업대출액 하락 추이에도 불구하고, '23~'25년 동사 대출액 규모에 대해 3.1%/8.4%/5.2%의 완만한 성장 가이던스를 제시한 바 있다.

규제 + 리스크, 중소형 은행 매력도 ↓

심지어 현재 정부의 규제와 유동성 리스크라는 장애물을 맞닥뜨리며 중소형 은행들은 더 이상 기업들에게 매력적인 카드를 제시할 수 없게 되었다. 실제로 대출규제가 강화로 기업대출 기준강화 지수가 '21년 -30% 수준에서 44%수준까지 폭등했다. 무작정 싼 금리를 제시할 수 없게 됨으로써 대형은행 대비 대출 시장에서의 매력도가 낮아진 것이다. 심지어 앞서 언급했듯 중소형 은행에서 예금액이 대폭 빠지며 중소형 은행의 현금성자산 보유고는 바닥을 보이고 있다.뱅크런 가능성이 도사리는 상황에서는 중소형 은행 역시 고객을 '편식'해야만 하는 상황이다.

그림 4-3. 시기별 기업대출액 추이 및 대형 은행 내 기업대출액 감소 추이



출처: FRED, Apollo US Bank Outlook, FRB, SMIC 5팀

**이자부예금 +
무이자부예금에 주목!**

상기 언급한 요소들로 인해 동사의 창구에는 기업 고객들이 줄을 이을 것이나, 분명 이쯤에서 '대출로 투입할 예금이 충분한가'에 대한 우려가 존재할 수 있다. 단적으로 말해, '23년 예금은 증가할 전망이다. 이를 이해하기 위해, 예금을 이자부예금과 무이자부예금으로 나누어 검토해 보자.

**이자부 → 증가
무이자부 → 감소분↓**

먼저, 동사 이자부예금의 증가 요인은 ① 기준금리 인상 ② 중소형은행 예금액 감소이다. '23년 5월 기준금리 25bp 인상에 따라 2분기에도 예금액 상승은 이어질 전망이며, 상술한 중소형 은행 리스크가 해소되지 않은 현 시점에서, 중소형 은행으로부터 이탈하는 고객들의 예금액이 지속적으로 동사에게 흘러올 전망이다. 다만, 작년 기준 금리 급등으로 단기 국채/MMF 수익률이 올라가며 무이자부 예금이 해당 금융상품으로 유출되었다. 그러나, 기준금리 동결이 예측되는 시점에서 MMF의 기대수익률 역시 정체, 가팔랐던 무이자부예금의 감소분은 빠르게 줄어들 것으로 전망된다.

실제로 동사 이자부예금의 증가분을 무이자예금 감소분이 뛰어넘으며, 1Q23의 총 예금액은 감소하였으나, [그림 4-4.]와 같이 '23년 2분기부터 이자부예금의 증가폭이 무이자예금 감소폭을 다시 역전할 예정이며, 자세한 추정 논리는 매출 추정에서 구체적으로 설명할 예정이다.

그림 4-4. Interest Expense 추정

(단위: 백만 \$)

Interest Expense 추정										
(단위: 백만 \$)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E
Interest Expense	-1,322	-2,531	-5,856	-10,394	-20,103	-14,207	-14,689	-15,047	-15,410	-59,353
Total Deposits	2,072,409	1,984,349	1,938,097	1,930,341	1,930,341	1,910,402	1,922,314	1,930,640	1,940,269	1,940,269
Interest Bearing Deposits	1,257,775	1,215,903	1,219,491	1,269,116	1,269,116	1,274,794	1,311,331	1,343,327	1,375,710	1,375,710
QoQ (%)	-	-3.329%	0.295%	4.069%	-	0.447%	0.447%	0.447%	0.447%	-
Non-Interest Bearing Deposits	814,634	768,446	718,606	661,225	661,225	635,608	610,983	587,313	564,559	564,559
QoQ (%)	-	-5.670%	-6.486%	-7.985%	-	-3.874%	-3.874%	-3.874%	-3.874%	-

출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

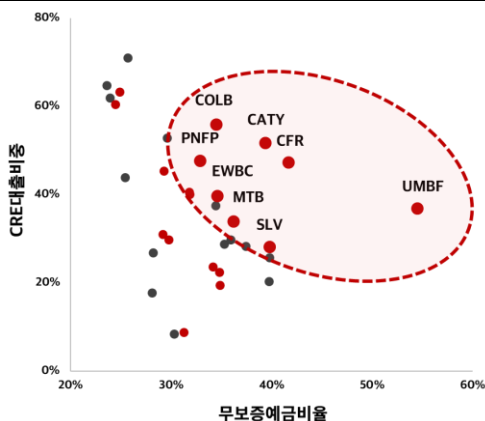
대출, 예금이 모두 상승하는 '23년, 동사의 실적에 두려울 요소는 더 이상 없다. 그러나 한 발자국 더 나아가, 위기 속에 잠재적인 동사의 기회가 존재한다면 어떨까?

4.3. 기습적인뱅크런, 일어난다면 누가 범인일까?

**뱅크런,
동사의 새로운 기회?**

지금까지 중소형 은행이라는 화약고 사이에서도 동사는 건조한 실적을 증명해낼 개연성이 확연함을 살펴보았다. 그러나 연준과 정부가 노력하는 와중에도, 여전히 '뱅크런'이라는 폭발의 위험이 도사리고 있다는 사실은 부정할 수 없다. 중요한 것은 중소형 은행에서 뱅크런이 터진 이후 동사는 어떤 미래를 맞는가이다. 본 장을 통해, 추가적인 중소형 은행의 뱅크런 가능성을 조망하고, 그 위기 속에서 동사에게 새로운 기회가 올 수 있음을 확인할 것이다. 비가 온 뒤에, 땅은 더 단단해진다!

그림 4-5. 미국 내 리스크 노출도 높은 은행 목록



미국 내 리스크 노출도 높은 은행					
은행	순위	예금 증감율	모기지 대출비율	CRE대출비율	무보통 예금비율
UMB Financial Corp.	56위	-2.2%	47.90%	36.9%	54.5%
Cullen/Frost Bankers	44위	-4.0%	29.40%	47.3%	41.7%
Cathay General Banc.	82위	0.8%	83.40%	51.7%	39.4%
Columbia Banking Sys.	88위	53.7%	77.40%	55.9%	34.5%
Synovus Financial Corp.	42위	3.5%	63.20%	28.2%	39.8%
Pinnacle Financial Part.	52위	3.5%	63.20%	47.7%	32.9%
East West Bancorp	41위	-2.2%	68.70%	39.7%	34.6%
M&T Bank	19위	-2.7%	52.60%	33.9%	34.9%
PacWest Banc.	53위	-16.9%	70.30%	36.0%	18.6%
Western Alliance	40위	-11.3%	58.10%	N/A	N/A
Independent Bank	90위	-7.0%	83.90%	N/A	N/A

소재지역 경기 모멘텀 약화 - 지역은행 위치 주 경기동행지수 전년 대비 변화율이 연초 이후 하락세

출처: 각 사 사업보고서, SMIC 5팀

은행 리스크

- ① 무보증예금 비율
- ② CRE 노출도
- ③ 지역 경기

현 시점에서 중소형 은행들의 банкр런 가능성을 점치기 위해서는 해당 은행이 '얼마나 리스크 노출도가 높은가'를 바라보아야 한다. 앞서 언급한 중소형 은행들이 가장 크게 노출되어 있는 리스크들을 바탕으로 리스크 노출 조건은 ① FDIC가 제공하는 예금주 손실 보장(~25만\$)에 해당하지 않는 **무보증 예금의 비율** ② 앞서 지속적으로 설명한 **부동산 관련 대출 비중** ③ 지역은행들 특성상 벗어날 수 없는 **소재지역의 경기 모멘텀** 으로 정리가 가능하다.

리스크 높은 기업들 정리

실제 FRB 파산 역시, 무보증예금 외에도 캘리포니아의 빠른 경기 모멘텀 하강이 겹쳐 банкр런이 일어난 사례다. 이에 따라, S&P대/중형주 지수에 편입된 33개의 지역은행의 1Q23 기준 무보증 예금 비중, CRE 대출 비중, 은행 소재지역을 정리한 후, **상기 세 가지 조건에 모두 해당되는, 리스크 노출도가 매우 높은 기업들**을 선정하였다. 소재지역의 경우 좌측 이에 더해 지수에 편입된 33개의 지역은행 외에도 모기지 대출 비중, 4Q22 대비 1Q23의 예금액 감소폭이 크게 감소하는 지역은행들을 종합적으로 고려해 банкр런 노출 위험도가 높은 은행을 [그림 4-5.]에 정리하였다.

의심 속, 믿을 건 대형 은행뿐!

상기 은행들의 банкр런 가능성은 함부로 예단할 수 없으나, SVB가 банкр런 사태 **전날까지도 고객들에게 '문제 없다'**고 이야기했음을 떠올리면 상기 지표가 예금자들에게 가져다 줄 공포감은 여전하다고 판단된다. 그렇다면 만약, 실제로 상기 은행에서 банкр런이 발생한다면 해당 은행들은 과연 누가 인수하게 될까? 미 정부가 무엇보다 두려워하는 연쇄적인 банкр런을 막기 위해서는 **결국 대형 은행이 나설 수 밖에 없다.** 실제로 실버게이트 은행의 파산부터 시작한 '23년 은행 연쇄 банкр런 사태'에서 파산 은행의 인수 사례들을 살펴보면, 위험 속 동사의 추가적 재평가 가능성을 조망한다.

4.4. 파산한 은행, 인수한다면 누가 주인공일까?

사례로 살펴보는 банкр런 특징

[그림 4-6.]는 시그니처뱅크(SB), SVB, 퍼스트리퍼블릭뱅크(FRB)의 파산 이후 해당 은행에 대한 FDIC의 **공개 매수 경매**에 참여한 은행들의 목록과 경제위기 당시 미국 내 주요 파산 은행들의 인수 타임라인을 정리한 표이다. 세 은행의 파산 직후 경매에 참가한 은행들의 목록, 그리고 해당 은행 인수 과정에서의 맥락을 정리해 보았을 때, 다음과 같은 사실들을 파악할 수 있다.

- ① 중소형 은행들의 банкр런은 **연쇄적**으로 이어지기 매우 쉬운 구조이다.
- ② 작은 규모의 은행에서 시작한 банкр런이라도 **더 큰 규모의 은행**으로 이어질 수 있다.
- ③ 파산 은행의 규모가 클수록, 인수 과정에서 **美 4대 은행**이 개입해야 할 유인이 커진다.

그림 4-6. '23년 美 파산 은행 인수 경매 결과 및 주요 파산 은행 인수 타임라인 (US Bank Ranking : 4Q22 기준)

Signature Bank Bid 주요 참여 은행 결과					First Republic Bank Bid 참여 은행(후정)				
참여기업	US bank ranking	location	Consol Assets	낙찰여부	참여기업	US bank ranking	location	Consol Assets	낙찰여부
Signature Bank	29위	뉴욕	1104억 \$	파산	First Republic Bank	14위	캘리포니아주	2126억 \$	파산
Flagstar Bank	35위	뉴욕	900억 \$	최종낙찰	JP Morgan Chase.	1위	오하이오	2조 4806억 \$	최종낙찰
First citizens Bank	30위	노스캐롤라이나	1090억 \$	X	PNC Bank	6위	델라웨어주	5523억 \$	최종Bid, X
Centennial Bank	80위	아칸소	228억 \$	X	Bank of America	2위	노스캐롤라이나	2조 2913억 \$	이탈
Northeast Bank	356위	메인	28억 \$	X	US Bancorp.	5위	오하이오	5851억 \$	이탈
					Citizens Fin. Group	13위	로드아일랜드	2264억 \$	이탈
					Fifth Third Bank	17위	오하이오	2062억 \$	이탈

SVB Bid 주요 참여 은행 결과					경제위기 당시 미국 내 주요 파산 은행 인수 타임라인		
참여기업	US bank ranking	location	Consol Assets	낙찰여부	인수일	피인수은행	인수은행
Silicon Valley Bank	16위	캘리포니아주	2090억 \$	파산	2008-03-16	Bear Stearns	JP Morgan Chase.
First citizens Bank	30위	노스캐롤라이나	1090억 \$	최종낙찰	2008-09-08	Freddie Mac	국유회사 회생
PNC Bank	6위	델라웨어주	5523억 \$	X	2008-09-08	Fannie Mae	국유회사 회생
Citizens Fin. Group	13위	로드아일랜드	2264억 \$	X	2008-09-15	Lehman Brothers	파산, 인수자 없음
Valley National Bank	43위	뉴저지	574억 \$	X	2008-09-15	Merrill Lynch	Bank of America
CIBC Bank	45위	일리노이	509억 \$	X	2008-09-26	Washington Mutual	JP Morgan Chase.
BankUnited	59위	플로리다	368억 \$	X	2008-09-29	Wachovia	Wells Fargo
Centennial Bank	80위	아칸소	228억 \$	X	2023-03-08	Silvertgate Bank	파산, 인수자 없음
Stifel Bank & Trust	85위	MO	212억 \$	X	2023-03-19	Signature Bank	NYCB
Safra National Bank	138위	뉴욕	97억 \$	X	2023-03-26	Silicon Valley Bank	First Citizens
Northeast Bank	356위	메인	28억 \$	X	2023-05-01	First Republic Bank	JP Morgan Chase.

출처: FRB, FDIC 및 언론보도 종합, SMIC 5팀

즉 향후 추가적인뱅크런 발생 시, 초대형 은행들의 개입 및 인수의 가능성은 매우 강력하다.

뱅크런, 위기가자 신뢰를 증명할 기회

실제로 FRB의 경우, 5월 1일 파산 이전 美 4대 은행을 중심으로 한 주요 은행들에게 300억 \$의 '생명줄'을 제공받은 적이 있으며 가장 큰 지원을 담당한 JP모건이 해당 은행을 인수하였다. 주목할 점은 인수에 참여한 세 기업 모두, 인수 직후 큰 폭의 주가 상승을 보였다는 점이다. 주가 분석에서 언급했듯, 해당 기업의 인수를 통한 '실적 성장' 외에도, 부실은행 인수는 곧 '위험 속에서도 이 은행은 믿을 수 있다'는 '신뢰'를 투자자와 예금자에게 선사할 수 있는 최고의 기회이기도 한 것이다.

아무도 못 사? 우리가 나설 수밖에!

심지어, 추가적인 뱅크런 발생 시 해당 은행들을 떠안을 만한 체력을 가진 美 4대 은행(JP모건, 동사, 씨티뱅크, 웰스파고 은행) 중 인수 개연성이 가장 높은 것 역시 바로 동사이다. 먼저 웰스파고의 경우 과거 고객 명의 도용 및 유령계좌 개설에 대한 징계로 자산을 '17년 수준에서 늘릴 수 없으며, 씨티뱅크의 경우 현재 수익성 개선을 위해 해외사업지사를 정리하는 과정에 있다.

실질적으로 동사 말고 먹을 은행이 있어?

실제로 가장 큰 FRB 인수 건에서 두 은행은 후보로조차 언급되지 않는데, 이는 FDIC가 경매 후보를 받는 과정에서 애초에 두 은행을 고려하지 않았기 때문이다. 거기다 美 4대 은행 내에서도 동사와 하위 2사의 예금액은 20% 가까이 차이가 나며, 과거 역사상 한 은행이 연속으로 타 은행을 인수한 적이 없다는 점을 미루어 보아, 실질적으로 4대 은행 중 인수 가능한 체력과 개연성을 모두 갖춘 은행은 BofA만이 남게 되고, 뱅크런 발생 시 동사가 인수에 참여할 가능성이 매우 높다.

맛있는 부분만 골라 먹어봅시다~

심지어 국가에 의해 부채투성이 회사를 반 강제로 떠맡았던 '08년과 다르게, 현재 FDIC는 인수 과정에 있어 인수 은행들의 편의를 적극적으로 봐주고 있다. 연쇄적 뱅크런을 막고자 하는 현 美 정부에게 최악의 상황은 인수자 없이 그대로 은행이 파산하는 것이다. 심지어 은행들이 '08년과 같이 손실을 감수하면서 부실은행을 떠안지 않을 것이라 밝힌 바 있어, FDIC는 FRB 인수 과정에서 JPM을 '예금 점유율 10% 규제'의 예외사항으로 두면서까지 인수를 적극적으로 지원하였고, 실제로 JPM은 FRB 인수를 통해 26억\$의 장부상 이익을 얻어가게 되었다.

그림 4-7. 파산 은행 인수 시 인수 은행 주가 변동

(단위 : \$)

파산 은행 인수 시 인수 은행 주가 추이			
(단위: \$)	SB-NYCB	SVB-FCB	FRB-JPM
SVB 사태 직전 주가	8.44	681.13	138.59
SVB 사태 직후 저점	6.2	534.57	125.63
은행 인수 직전 주가	6.69	579.16	135.23
은행 인수 직후 주가	9.23	868.1	141.2
인수 후 주가 상승률	38.0%	49.9%	4.4%

출처: Yahoo Finance, SMIC 5팀

그림 4-8. FDIC의 인수기업에 대한 적극적 지원

플래그스타은행, 시그니처뱅크 인수...암호화폐 예금은 제외

업력 2023-03-20 16:46:33 수정 2023.03.20 16:46:33 김지현 기자

FDIC 우대사항

- 암호화폐 예금 제외 인수 허가

JP모건 '등판'에 또 위기 넘긴 미국 은행권...

FDIC 우대사항

- '예금 10% 룰' 조항 예외 처리
- JPM에 5년간 500억\$ 고정금리 지원
- 퍼스트리퍼블릭 보유 일부 대출 5~7년간 80% 손실보전

출처: 언론보도 종합, SMIC 5팀

믿을 수 있는 동사, 언제 사고 팔까?

상기의 모든 내용을 통해 본 보고서는 동사가 신중한 포트폴리오 운영을 통한 리스크 헷지, 순간적으로 다가온 위기를 가뿐히 받아낼 견조한 이익체력, 우수한 경영진이라는 삼박자를 갖춘 말 그대로 '신뢰'할 수 있는 기업임을 피력한다. 시장의 공포가 만연한 지금, 동사는 아직까지 깔려 있는 의심의 눈길을 스트레스 테스트, 실적, 어쩌면 부실은행 인수라는 결과로 증명하고 해소할 준비가 되어 있다. 그렇다면 이렇게 매력적인 동사, 투자자로서는 어떻게 접근해야 할까?

5. Buy the Fear, Sell the Greed - 매매 전략

은행업을 영위하는 동사는 매크로 변수에 큰 영향을 받는다. 하방 압력과 상방 압력의 복잡한 역학 관계 속에서 주가가 움직이는만큼 반드시 '싸게 사서 비싸게 팔아야한다'. 동사는 시장에 공포가 엄습할 때 가장 싸고, 투자 심리가 탐욕으로 변할 때 제일 비싸다. Buy the Fear, Sell the Greed.

5.1. Buy the Fear - 싸게 사서!

아직까지 남아있는 주가의 하방압력

현재 동사의 주가는 중소은행 파산사태가 불러온 과도한 공포감에 짓눌려져 있다. 이러한 공포감은 상술한 투자포인트로 해소될 것이다. 주가 상승을 목전에 둔 현재 주가는 저가매수의 기회를 호시탐탐 노리는 투자자들에게 매력적이지 않을 수가 없다. **하지만 아직은 때가 아니다.** 지지부진한 미국의 부채한도 협상으로 디폴트에 대한 시장의 우려가 커지고 있으며 이는 미국 국채에 대한 CDS 프리미엄(채권의 부도위험을 피할 수 있는 파생금융상품) 가격 급등으로 번졌다. **국채를 상당분 보유하고 있는 동사에게 해당 사태는 주가의 하방압력으로 작용한다.**

부채한도 협상체결 = 하방압력 소멸

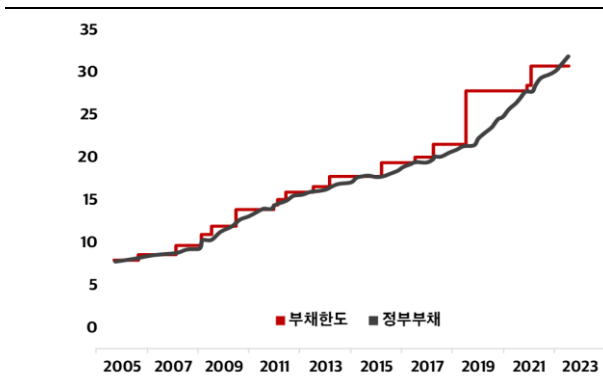
따라서, 부채한도 협상이 체결될 때 주가 하락사이클이 끝나고 상승사이클이 시작 될 것이다. 부채한도 협상은 시간의 문제일 뿐, 반드시 체결된다. X-date(정부 지불불능 예상일)까지 협상이 마무리되지 않으면 미국은 디폴트를 선언해야한다. 의회와 정부 모두 해당 사태가 디폴트로 이어지기를 원치 않으며, 건국 이래 78번에 달하는 정부의 부채한도 증액 요구를 의회는 모두 수락해왔다.

체결일 예측 불가 해답은 분할매수!

부채한도 협상 체결일을 예상할 수만 있다면 완벽한 저점 매수가 가능해진다. 하지만 변수가 워낙 많은 협상인만큼 정확한 날짜를 예측하기 어렵다. 바이든의 G7정상회의 참석, 호주/남태평양 국가 순방일정은 날짜예측을 어렵게하는 대표적인 변수들이다. 언제가 될지는 모르지만 **부채한도 협상이 체결 시, 주가 하방압력으로부터 자유로워지기 때문에 해당 시점까지의 분할 매수를 제안한다.**

그림 5-1. 미국 정부 부채 및 부채 한도 추이

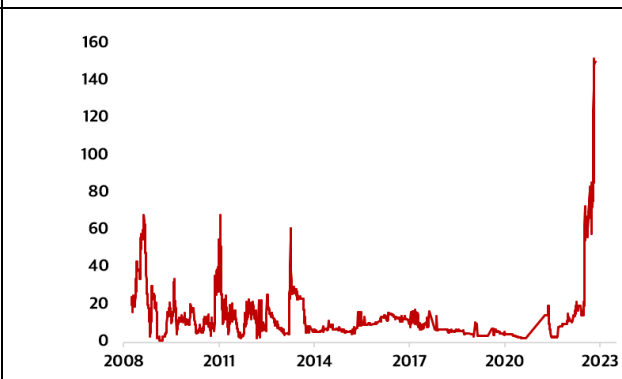
(단위: 조 \$)



출처: 미 재무부, SMIC 5팀

그림 5-2. 미국 국채 CDS 프리미엄 추이

(단위: \$)



출처: Investing.com, SMIC 5팀

워렌 버핏's PICK Bank of America

27\$ 이하로 형성될 분할매수 가격대는 워렌 버핏의 동사 주식 평균 매수 단가인 25.6\$와 비슷하다. 게다가 워렌 버핏의 포트폴리오에서 동사는 **유일한 은행주이며 두 번째로 높은 점유율(11.2%)**을 차지하고 있다. **투자의 귀재 워렌 버핏이 선택한 동사, 싸게 사서 한번 비싸게 팔아보자!**

5.2. Key Driver - 저점에서 고점까지 데려다줘~

탈떡 주저앉은 주가는 상술한 투자포인트를 Key Driver로 삼아 다시 뛰어오를 것이다. 구체적인 투자포인트 실현 시점을 제시하여 다가올 상승 사이클의 양상을 규명하려 한다.

**Stress Test 로
멀티플 Re-Rating**

① 6월 중순 연방준비제도에서 시행하는 **Stress Test 결과 발표**가 동사 주가의 **1차 상승 원동력**이 될 것이다. 투자포인트 1에서 상술했듯, 중소기업들과 달리 동사의 미실현손실은 실현되지 않는다. 또한 동사의 미실현손실은 줄어들고 있다. 이러한 점들 때문에, 동사의 Stress Test 결과는 중소기업의 리스크와 동사가 무관함을 증명, 시장의 공포감을 완화시켜줄 것이다. **시장의 공포감으로 동사 멀티플이 저평가되었던 만큼, Stress Test 결과로 멀티플은 Re-Rating 될 것이다.**

**분기보고서로
견고한 실적 증명**

② **분기별 실적발표**가 동사 주가의 **2차 상승 원동력**이 될 것이다. 투자포인트 2에서 상술했듯, 1Q23 컨센서스를 상회한 실적은 앞으로도 견고할 것이다. 연방준비제도에서 올해 기준금리 인하는 부적절하다고 발표한만큼 높은 예대금리차는 계속 유지될 것이고 중소기업의 예금과 대출이 동사와 같은 대형은행으로 향하고 있기 때문이다. **기대치만큼의 높은 실적치 발표 시, 그 숫자는 Re-Rating된 멀티플에 곱해져 추가적인 주가 상승을 견인할 기폭제가 될 것이다.**

5.3. Sell the Greed - 비싸게 팔자!

**탐욕 부리지 말고
비쌀 때 매도하자**

동사의 주가는 매크로 변수에 큰 영향을 받는다. 상승한 Key Driver들로 주가는 상승하지만, 경제 상황으로 상승세는 언젠가 꺾인다. 그 지점을 파악하여 **사이클이 하락 국면으로 진입하기 직전에 팔아야 한다.** 주가가 더 오를 수 있다고 탐욕을 부리게 되면 고점 매도의 기회를 놓칠 수 밖에 없다.

**물가상승률 2%
= 매도시점**

FED의 목표 물가상승률인 **2%가 달성되는 순간을 상승 사이클의 고점으로 판단, 매도 시점으로 제시한다.** 물가상승률 2%는 강력한 기준금리 인하 시그널이며 기준금리 인하는 동사의 실적 감소로 이어져 일시적인 주가하락을 일으킨다. 따라서, 주가는 물가상승률 2% 달성 시 상승 사이클에 방점을 찍고, 이후 기준금리 인하가 발표되면 하락 사이클에 본격적으로 진입할 것이다.

**물가만 잡힌다면
기준금리 인하**

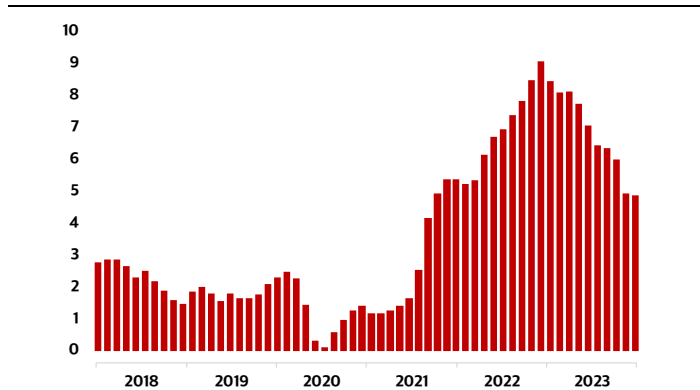
FED는 9.1%까지 치솟은 물가상승률을 2%로 낮추기 위해 지난해부터 9차례 기준금리를 인상하였다. 현재 미국 기준금리는 '07년 이후 가장 높은 수준인 5.25%를 기록하였으며 물가상승률은 4.9%까지 떨어졌다. 인플레이션은 둔화되고 있으나 높은 기준금리로 **미국 경제는 굶아 터지고 있다.** 중소기업 파산, 기업투자 감소, 국가부채 증가가 단적인 예시다. 때문에, **목표 물가상승률 2%만 달성된다면 정부는 기준금리 인하 후, 양적완화와 같은 경기부양책을 시행할 수 밖에 없다.**

**찰나의 순간이다!
Seize the Moment**

기준금리 인하가 발표되면 동사 실적 부진에 대한 우려로 상승하던 주가는 꺾일 수 밖에 없다. 물가상승률 2% 달성과 연방준비제도의 기준금리 인하 발표 사이의 **시간차는 짧지만 분명 존재한다.** **찰나의 순간을 활용한다면 고점 매도의 기회를 잡을 수 있을 것이다.** 다만, 미국 경제 악화가 지속되면 목표 물가상승률이 상향조정될 가능성이 있기 때문에 물가상승률이 3%대를 진입하는 시점부터 FOMC발표문에 금리 인하를 시사하는 문구가 포함되어 있는지 꾸준히 확인해볼 필요가 있다.

그림 5-3. 미국 소비자 물가 상승률 추이

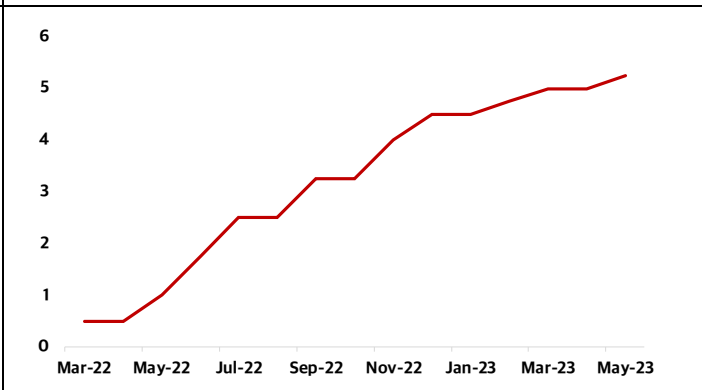
(단위: %)



출처: Investing.com, SMIC 5팀

그림 5-4. 연방준비제도 기준금리 인상 추이

(단위: %)



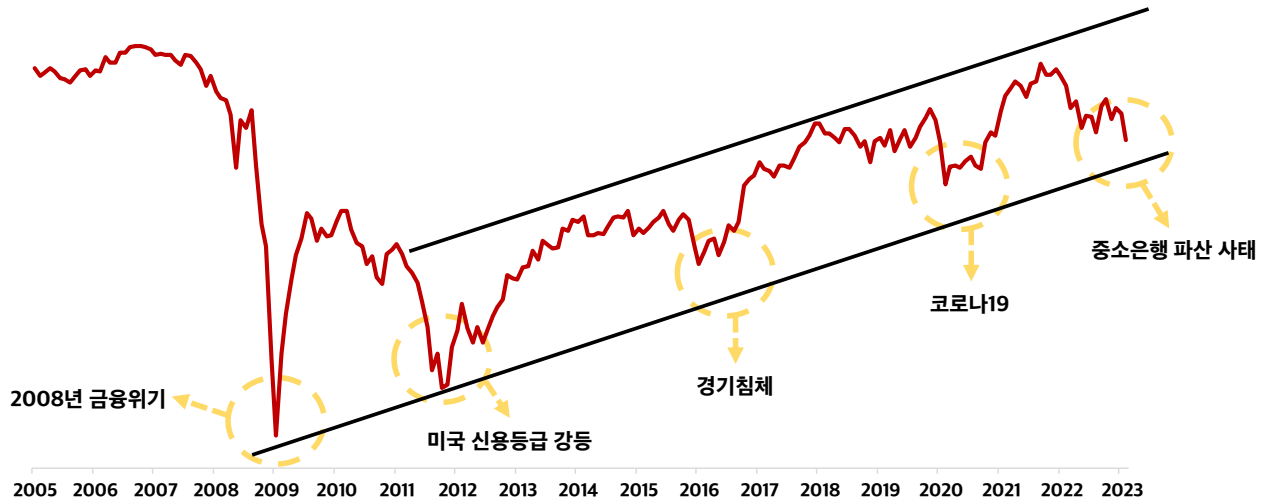
출처: Investing.com, SMIC 5팀

5.4. 주가추이로 확인해보는 매매전략

주가로 확인하는
시장의 심리상태

은행업은 현존하는 다른 어떤 산업들보다 신뢰도가 중요하다. 신뢰도와 같은 인간 심리를 기업의 내재 가치라는 수치로 온전히 표현할 수 있는지에 대해 의문이 들 수 있다. 과거 투자자들의 심리가 온전히 반영된 동사 주가 차트에 대한 분석은 그 의문을 어느 정도 해소할 수 있을 것이다.

그림 5-5. 동사 주가 월봉 로그 차트



출처: Investing.com, SMIC 5팀

역사를 들여다보면
앞으로 상승할 것!

월봉으로 동사 주가의 로그차트를 확인해보면 미국 경제가 흔들릴 때마다 동사 주가는 하락했고, 그 위기가 지나가면 다시 크게 반등하였다. '23년 또한 중소은행 파산사태로 인해 주가가 큰 폭으로 하락하여 현재 지지선 근처를 맴돌고 있다. 항상 그래왔듯, 동사를 향한 과도한 오해와 공포심이 해소된다면 이번에도 하락폭 만큼의 큰 주가 상승을 기대해볼 수 있을 것이다.

그림 5-6. 동사 주가 일봉 차트

(단위: \$)



출처: Investing.com, SMIC 5팀

줄어드는 변동성
다가오는 저점

주봉차트를 살펴보면 SVB사태가 발생했을 때보다 주가 변동성이 줄어들고 있다. 이는 은행 리스크에 대한 공포감이 점차 해소되고 있음을 시사한다. 이러한 하락 썩기형 패턴의 경우, 줄어드는 주가 변동성으로 지지선과 저항선의 폭이 계속 좁아지다가 수렴할 때 주가가 강하게 상승한다. 상술한 매수시점 논리와 더불어 [그림 5-6.]을 통해 저가매수의 기회가 멀지 않았음을 확인할 수 있다.

6. 매출 추정

6.1. 최종 Table

Income Statement										
(단위: 백만 \$)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E
Net Interest Income	11,572	12,444	13,765	14,681	52,462	14,448	14,682	14,326	14,033	57,490
Interest Income	12,894	14,975	19,621	25,075	72,565	28,655	29,371	29,374	29,443	116,843
Interest Expense	-1,322	-2,531	-5,856	-10,394	-20,103	-14,207	-14,689	-15,047	-15,410	-59,353
Non Interest Income	11,656	10,244	10,737	9,851	42,488	11,810	19,260	19,862	20,472	46,629
Fees and Commissions	8,985	8,491	8,001	7,735	33,212	7,894	8,118	8,257	8,399	32,668
Card income	1,403	1,555	1,573	1,552	6,083	1,469	1,560	1,560	1,560	6,149
Service charges	1,833	1,717	1,466	1,389	6,405	1,410	1,410	1,410	1,410	5,640
Investment and brokerage services	4,292	4,091	3,795	3,723	15,901	3,852	3,985	4,124	4,266	16,227
Investment banking fees	1,457	1,128	1,167	1,071	4,823	1,163	1,163	1,163	1,163	4,652
Other Income/loss	-567	-964	-332	-936	-2,799	-796	-677	-576	-490	-2,538
Market Making and Similar Activities	3,238	2,717	3,068	3,052	12,075	4,712	3,700	3,924	4,162	16,499

6.2 매출 추정 기본 전제

- ① 연이자율로 계산한 분기이자율이 아닌 **분기실적으로 역산한 분기이자율**을 사용하였다.
- ② 매도시점을 기준금리 인하 시점으로 잡은 만큼, 기준금리가 인하되지 않을 '23년까지의 매출을 추정하였다. 경제둔화와 물가상승률 감소를 고려해 당해년도 **기준금리는 동결될 것**을 가정하였다.
- ③ **보수적인 추정**을 기조로 하여 매크로 환경이 악화되어도 매출이 견고하다는 것을 증명하겠다.

6.3. Interest Income (이자 수익) 추정

$$\text{Interest Income} = \text{Total Loans} \times \text{대출 상품믹스 금리}$$

Interest Income 추정										
(단위: 백만 \$)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E
Interest Income	12,894	14,975	19,621	25,075	72,565	28,655	29,371	29,374	29,443	116,843
Total Loans	993,145	1,030,766	1,032,466	1,045,747	1,045,747	1,046,406	1,046,515	1,048,996	1,049,335	1,049,335
Commercial Loans	491,763	518,015	513,626	519,596	519,596	521,197	522,803	524,414	526,030	526,030
QoQ(%)	-	5.338%	-0.847%	1.162%	-	0.308%	0.308%	0.308%	0.308%	-
Commercial Mortgage Loans	62,533	64,253	67,952	69,766	69,766	73,051	75,060	79,381	81,501	81,501
QoQ(%)	-	2.751%	5.757%	2.670%	-	4.709%	2.751%	5.757%	2.670%	-
Residential Mortgage Loans	226,030	227,970	229,062	229,670	229,670	228,827	228,827	228,827	228,827	228,827
Consumer Loans	212,819	220,528	221,826	226,715	226,715	223,331	219,825	216,374	212,977	212,977
대출 상품믹스 금리 (%)	1.317%	1.508%	1.904%	2.429%	7.348%	2.740%	2.807%	2.807%	2.807%	11.636%

① 대출 상품믹스 금리 추정

동사 대출은 크게 기업대출, 가계대출, 상업용 부동산대출, 주거용 부동산대출로 나뉜다. 상품마다 대출금리가 다르며 신용, 대출금, 담보물, 대출목적/기한에 따라서도 달라진다. 그래서 **이자수익을 전기 전체대출금으로 나누어** 대출 상품믹스의 금리를 역산하였다. '23년 5월 기준금리 인상으로 상승할 2Q23 대출금리는 회귀분석을 통해 구하였다. 경제상황 악화로 기준금리 인상이 어렵다 판단하여 연준의 기준금리 동결을 예상, 이후 추정치는 **Flat** 처리하였다.

② Commercial Loans (기업 대출) 추정

코로나 이후 경기회복으로 '22년 미국의 기업대출금은 증가하였지만 당해년도 급격한 금리인상이 촉발한 경기둔화로 '23년을 접어들면서 꺾였다. 그럼에도 1Q23 기업대출금이 증가한 이유는 **중소 은행의 고객들이 대형은행으로 선회하기** 때문이다. 투자포인트에서 상술했듯, 이 현상은 지속될 것이므로 SVB사태로 인한 대출금 증가분이 반영된 **1Q23 QoQ 상승률**로 이후 매출을 추정하였다.

③ Commercial Mortgage Loans (상업용 부동산 대출) 추정

고금리 대출환경과 상업용 부동산 가격 하락이 맞물리면서 상업용 부동산대출 비중이 높은 중소는 행들은 부담을 느낄 수밖에 없었다. 중소은행의 상업용 부동산 대출여력이 줄자 신규 대출 수요는 대형은행으로 향하였다. 때문에, 작년 동사의 상업용 부동산 대출금도 점차 증가하다가 1Q23때 급등하였다. **기준금리 인상으로 조달비용이 가중되면서 상업용 부동산 가격 반등을 기대하기는 어려워졌으며** 이에 따라 중소은행의 상업용 부동산 리스크도 계속될 것이다. 파산만큼의 촉매가 반복되기는 어렵겠지만 전년도만큼의 상승세는 보일 것으로 판단, **전년도 분기별 QoQ로 추정하였다.**

④ Residential Mortgage Loans (주거용 부동산 대출) 추정

'23년도 5월 고정 주택모기지 평균금리가 최고치 6.57%를 기록하면서 신규 주택담보대출이 전월 대비 5.7% 감소하였다. 기준금리 인상으로 주택담보 대출금리도 오르면서 신규 주택담보대출이 감소한 것으로 파악된다. 모기지의 경우 대출만기가 길기 때문에 분기별로 만료되는 대출금은 크지 않고 담보물의 특성상 중도해지 가능성도 낮다. **유입도 유출도 적은 상황**이다. 고금리 기조가 올해 말까지 이어질 것으로 예상되므로 추후 주택 담보대출은 Flat 처리하였다.

⑤ Consumer Loans (가계 대출) 추정

1인당 대출액은 타 부문대비 가계대출액이 현저히 적다. 그에 따라 대출금리 민감도도 낮다. 민감도 분석결과, **대출금리 1%p 상승 시 가계대출 변화율은 0.4%p 감소**한다. 해당 결과를 이용해 대출 상품믹스 금리로 가계대출 증감율을 구한 후, 가계 대출액을 추정하였다.

6.4. Interest Expense 추정

$$\text{Interest Expense} = \text{Total Deposits} \times \text{이자부예금 상품믹스 금리}$$

Interest Expense 추정										
(단위: 백만 \$)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E
Interest Expense	-1,322	-2,531	-5,856	-10,394	-20,103	-14,207	-14,689	-15,047	-15,410	-59,353
Total Deposits	2,072,409	1,984,349	1,938,097	1,930,341	1,930,341	1,910,402	1,922,314	1,930,640	1,940,269	1,940,269
Interest Bearing Deposits	1,257,775	1,215,903	1,219,491	1,269,116	1,269,116	1,274,794	1,311,331	1,343,327	1,375,710	1,375,710
Non-Interest Bearing Deposits	814,634	768,446	718,606	661,225	661,225	635,608	610,983	587,313	564,559	564,559
QoQ (%)	-	-5.670%	-6.486%	-7.985%	-	-3.874%	-3.874%	-3.874%	-3.874%	-
이자부예금 상품믹스 금리(%)	0.067%	0.201%	0.482%	0.852%	1.610%	1.119%	1.120%	1.120%	1.120%	4.556%

① 이자부예금 상품믹스 금리 추정

동사 예금은 무이자부/이자부로 분류되며 이자부예금은 상품별로 금리가 다르다. 정기예금 상품에 한정된 연이율로 엄밀한 추정이 어려워 이자부예금 상품믹스 금리를 대출과 동일하게 역산하였다. **기준금리가 오르면 국채/MMF 수익률도 올라간다.** 유동성까지 갖춘 상품들로 이동하는 무이자예금자를 붙잡기 위해 동사는 이자부예금 금리를 올릴 수밖에 없었다. 추정논리는 대출과 동일하다.

③ Interest Bearing Deposits (이자부 예금) 추정

동사 예금의 증가요인은 **예금금리 인상**과 **중소은행 예금감소**다. 우선, 이자부예금액과 예금금리간 회귀분석으로 추후 예금금리 상승에 예금액 증가분을 추정하였다. 중소기업 증가분은 중소기업 예금 감소율을 동사 예금액 증가율에 연동하여 추정하였다. SVB사태 발생 후 3월 넷째 주 중소기업 예금 감소율이 셋째 주(-2.5%)에 비해 0.1% 감소했다는 점에 착안하여, 분기별 중소기업 예금 감소율(-1.207%)을 도출하였다. 자세한 이자부예금 증가분 추정과정은 Appendix에 기재하였다.

② Non-Interest Bearing Deposits (무이자부 예금) 추정

고금리 기조가 유지되면 단기국채/MMF의 높은 수익률도 지속된다. 기준금리가 동결되면 무이자부예금 하락폭은 예년보다 줄겠지만 보수적 추정을 위해 **1Q23 QoQ 증감률을 Flat** 처리하였다.

6.5. Non-Interest Expense 추정

Fees and Commissions 추정										
(단위: 백만 \$)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E
Fees and Commissions	8,985	8,491	8,001	7,735	33,212	7,894	8,118	8,257	8,399	32,668
Card income	1,403	1,555	1,573	1,552	6,083	1,469	1,560	1,560	1,560	6,149
Service charges	1,833	1,717	1,466	1,389	6,405	1,410	1,410	1,410	1,410	5,640
Investment and brokerage services	4,292	4,091	3,795	3,723	15,901	3,852	3,985	4,124	4,266	16,227
Investment banking fees	1,457	1,128	1,167	1,071	4,823	1,163	1,163	1,163	1,163	4,652

① Card Income (카드 수수료) 추정

카드 소비액은 계절성을 보인다. 연말정산 여파로 1분기에 확연히 줄고 굵직한 공휴일/이벤트가 몰려있는 나머지 분기는 비슷하다. 1Q23, 1Q22의 카드수수료 실적이 비슷하며 카드 소비액이 계절성을 띠는 점을 고려, 나머지 분기에도 보수적으로 2Q23/3Q22/4Q22의 평균치를 부여하였다.

② Service charges 추정

동사는 '22년 5월 초과인출 수수료를 낮추기로 하였다. 해당 시기에 거래 수수료도 인하하였다. 서비스 수수료는 정부 및 동사 정책에 영향을 받는다. 앞서 언급한 두 정책은 이미 '22년 실적에 반영되었으며 앞으로 추가적인 수수료 정책 발표가 예정 되어있지 않다는 점에서 Flat 처리하였다.

③ Investment and brokerage services 추정

'22년 기준금리 급등으로 단기국채/MMF 수익률은 5%까지 늘었다. 많은 고객들이 수익률 높은 상품을 구매하기 위해 동사에게 수수료를 지불하고 있으며 1Q23 실적도 이 수혜를 반영하고 있다. 기준금리 인하없이 해당 상품의 수익률도 줄지 않으므로, 1Q23 QoQ 상승률로 매출을 추정하였다.

④ Investment banking fees 추정

투자은행 수수료는 M&A/IPO로 발생한다. 기준금리 인상과 기업자금 경색이 조달금리 및 기업어음금리 상승으로 이어지면서 투자은행 수수료는 감소하였다. 기준금리 동결 기대감으로 실적은 1Q23때 소폭 반등했다. 앞으로 기준금리 동결이 유력하지만 경기부양책이 선행되기 전까지 해당 부문에서의 실적상승을 아무도 장담할 수 없다. 따라서, 보수적으로 1Q23 실적을 Flat 처리하였다.

6.6. Other Income/Loss 추정

Other Income/Loss 추정										
(단위: 백만 \$)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E
Other Income/Loss	-567	-964	-332	-936	-2,799	-796	-677	-576	-490	-2,538

AFS 매각손실이 대부분을 차지한다. 동사는 HTM 대비 AFS가 적고 이마저도 작년에 상당부분 처리하였다. 금리동결로 채권가치 할인도 감소하기 때문에 1Q23 QoQ 증감률로 매출을 추정하였다.

6.7. Market Making and Similar Activities 추정

Market Making and Similar Activities 추정										
(단위: 백만 \$)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E
Market Making and Similar Activities	3,238	2,717	3,068	3,052	12,075	4,712	3,700	3,924	4,162	16,499
Market Making	528	-160	15	-189	194	1,272	49	49	49	1,418
Smilar Activities	2,710	2,877	3,053	3,241	11,881	3,440	3,651	3,876	4,114	15,081

Market Making은 주식시장 거래량에 영향을 받는다. 1Q23 수수료는 인플레이션 피크아웃 기대감, 중국 리오프닝이 겹쳐서 급등하였다. 해당분기를 다양한 호재가 우연히 겹친 특수한 상황으로 판단하여 추정에 반영하지 않았다. 변동성이 큰 지표인 만큼 분기별 추정이 아닌 전년도 평균치를 계산하여 추정하였다. Similar Activities의 호실적은 FICC Sales & Trading에서 발생하였다. 고금리는 변동성 확대, 채권수익률 증가로 이어져 FICC 투자를 확대하려는 동사에게 힘을 실어 줄 것이다. 따라서, Similar Activities 부문에서의 1Q23 YoY(27%)를 QoQ(6%)로 환산하여 추정하였다.

7. Valuation - Historical PBR Method

7.1. Income Statement 추정

Income Statement							
(단위: 백만 \$)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E
Net Interest Income	48,162	48,891	43,360	42,934	52,462	14,448	57,490
Interest Income	66,769	71,236	51,585	47,672	72,565	28,655	116,843
Interest Expense	18,607	22,345	8,225	4,738	20,103	14,207	59,353
Provision For Loan Losses	3,282	3,590	11,320	-4,594	2,543	931	4,121
Net Interest Income After Provision for Loan Losses	44,880	45,301	32,040	47,528	49,919	13,517	53,369
Non Interest Income	42,858	42,353	42,168	46,179	42,488	11,810	46,629
Fees and Commissions	33,078	33,015	34,551	39,299	33,212	7,894	32,668
Other Income/loss	772	304	-738	-1,811	-2,799	-796	-2,538
Market Making and Similar Activities	9,008	9,034	8,355	8,691	12,075	4,712	16,499
Non Interest Expense	53,154	54,900	55,213	59,731	61,438	16,238	59,923
Personnel	31,880	31,977	32,725	36,140	36,447	9,918	34,583
Occupancy and Equipment	6,380	6,588	7,141	7,138	7,071	1,799	7,105
Marketing	1,674	1,934	1,701	1,939	1,825	458	1,718
yoy(%)		16%	-12%	14%	-6%		-6%
Professional Fees	1,699	1,597	1,694	1,775	2,142	537	2,142
Information Processing & Communications	4,555	4,646	5,222	5,769	6,279	1,697	6,834
yoy(%)		2%	12%	10%	9%		9%
Product Delivery and Transaction Related	2,857	2,762	3,433	3,881	3,653	890	3,560
Other General Operating	4,109	5,396	3,297	3,089	4,021	939	3,982
Earnings before Taxes	34,584	32,754	18,995	33,976	30,969	9,089	40,075
Taxes and Other Expenses	6,437	5,324	1,101	1,998	3,441	928	4,453
Net Income (Loss)	28,147	27,430	17,894	31,978	27,528	8,161	35,622

은행 회계 계정은 일반 회계 계정과 다르기에, 매출액이 아닌 Net Interest Income으로부터 출발한다. 당기순이익 도출 식은 아래와 같다.

$$\text{Net Income} = \text{Net Interest Income} - \text{Provision for Loan Losses} + \text{Non Interest Income} - \text{Non Interest Expense} - \text{Taxes and Other Expenses}$$

먼저, 은행주의 가장 특징적인 계정인 Provision for Loan Losses는 Total Loans x 대손실적률이며, 대손실적률은 'macroeconomic outlook'에 의해 좌우된다. 동사가 거시경제를 바라보는 전망은 물론 예측하기 어려우나, 현재와 가장 유사한 해의 대손실적률을 곱할 수 있다.

Provision For Loan Losses 추정						
(단위: 백만 \$)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
Total Loans	946,895	983,426	927,861	979,124	1,045,747	1,049,335
Provision For Loan Losses	3,282	3,590	11,320	-4,594	2,543	4,121
대손실적률 (%)	0.35%	0.37%	1.22%	-0.47%	0.24%	0.39%

'08년 ~ '11년은 미국 금융체제 자체가 붕괴되고, 베어스턴스, 리먼 브라더스, AIG 등 초대형 금융주들이 파산하였으므로, 투자포인트에 증명했듯 대형 은행으로 번지지 않을 중소형 은행의 위기감이 고조되는 현재와 사태의 무게감이 확연히 다르다. 또한, 갑작스레 닥친 코로나로 국가 전체가 정지된 해인 '20년의 거시 경제 여파는 현재와 합리적 비교가 불가하다. '16년부터 '20년, 코로나 직전까지 미국은 기준금리를 가파른 폭으로 인상했고, 이에 따른 경기침체 및 부동산 리스크가 도래하여 현재와 양상이 유사하다. 해당 기간 중 가장 높은 '16년의 대손실적률을 부여하였다.

위기 시 대손실적률								
(단위: %)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
대손실적률	2.88%	5.40%	3.02%	1.45%	0.90%	0.38%	0.26%	0.35%
(단위: %)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
대손실적률	0.39%	0.36%	0.35%	0.37%	1.22%	-0.47%	0.24%	0.39%

Personnel Expense 추정						
(단위: 명, 백만 \$)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
Personnel Expense (단위: 백만 \$)	31,880	31,977	32,725	36,140	36,447	34,583
Employees (단위: 명)	204,000	208,000	213,000	208,000	217,000	213,000
1인당 인건비 (단위: \$)	156,275	153,736	153,638	173,750	167,959	162,360
yoy (%)		-2%	0%	13%	-3%	-3%

Personnel Expense는 인력 * 1인당 인건비다. 인력 측면에서, 동사는 신규 채용을 동결하기 시작했으며, '23년 6월까지 4천 명을 감원할 계획이라 밝혔다. '11년, 모이니한은 3만 개의 일자리를 줄일 것이라 발표한 후, 2년만에 4만 개의 일자리를 줄인 바 있다. 그의 정책 신뢰도에서, 4천 명의 감원은 무조건적이며, 실제로 최근 2주동안 이미 천 명 이상을 해고했다. 불거진 경기침체 우려에 대비하기 위해 더 많은 인력 감축이 단행될 수 있으나, 보수적으로 4천 명 감원을 적용해주었다.

1인당 인건비는 작년과 같은 감소율을 적용해주었다. '20년, 팬데믹 이후 인재 확보 경쟁 차원에서 1인당 인건비가 크게 상승하였고, '21년 다시 1인당 인건비를 줄여나갔다. 올해 고용 성장률이 파월의 긴축정책으로 둔화될 것이라는 점, 팬데믹 이후의 인재 확보 경쟁 과정에서 인건비를 축소하고자 하는 기조가 여전하다는 점에서 작년과 같은 감소율은 보수적 추정이다.

Occupancy and Equipment는 물리적 공간 및 장비 관련 계정이므로, 연간 또는 분기 단위로 변화가 크게 없다. 이에 가장 최근인 '21년과 '22년의 average를 적용해주었다.

Marketing는 작년과 같은 yoy 성장률을 부여했다. 마케팅비는 (1) 신규 경쟁자들이 많아질 때, (2) 경쟁이 심화될 때 늘리기 마련이다. 그러나 현재 중소 은행이 파산을 하고, 은행 위기론이 확산됨에 따라 점유율 및 브랜드 인지도 경쟁을 하기보다, 비용을 관리하는 게 우선이다. 더불어, 동사는 '22년 디지털 बैं킹과 마케팅 부서를 통합하며, 디지털 마케팅에 주력하고 있다. 디지털 기술과 접목된 마케팅이 발전할 경우, 마케팅비는 줄어든다. 종합하여 하락세를 반영하는 것은 합리적이다.

Professional Fees는 '22년 flat 적용하였다. 1Q23의 지급수수료는 '18~'22년 분기별 데이터 내 가장 높은 금액이다. 1Q23의 큰 이슈가 없는 것으로 유추해보면, 법률, 컨설팅, 회계 자문에 대한 지출 레벨 자체가 증가한 것으로 이해할 수 있다. 한편, 동사는 '22년 은행 규제 당국으로부터 12억 달러의 벌금 및 합의금 비용을 지출함에 따라, 지급수수료가 과도하게 증가하였다. 이례적으로 높은 '22년의 지급수수료를 '23년 flat 시켜줌으로써, 높아진 수수료 레벨을 반영했다.

분기별 Professional Fees												
(단위: 백만 \$)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
Professional Fees	381	399	439	480	360	409	386	442	375	381	450	488
(단위: 백만 \$)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Professional Fees	403	426	434	512	450	518	525	649	537	535	535	535

Information Processing & Communications는 '22년의 yoy(%) 증가분을 곱해주었다. 현재 디지털 बैं킹에 주력하며, 더욱 개인화된 마케팅을 제공한다고 위에서 언급하였다. 이 때, 중요한 것은 '데이터 베이스'이므로, 해당 부문에 투자가 지속적으로 단행될 것이기 때문이다.

Taxes and Other Expenses 추정						
(단위: 백만 \$)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
Earnings before Taxes (A)	34,584	32,754	18,995	33,976	30,969	40,075
Taxes and Other Expenses (B)	6,437	5,324	1,101	1,998	3,441	4,453
B/A (%)	19%	16%	6%	6%	11%	11%

Taxes and Other Expenses는 '22년과 동일한 Taxes and Other Expenses ÷ Earnings before Taxes 비율을 적용해주었다. 18년 이후 법인세율은 21%로 고정되어있으나, 해당 비율에 차이가 생기는 것은 세액 공제 등의 기타 요인에 기인할 것이라 판단하였다. 이러한 기타 사항은 합리적 추정이 불가능하므로, 가장 가까운 '22년의 B/A 비율을 적용하여 도출하였다.

7.2. Changes in Equity 추정

Changes in Equity of Controlling Equity 추정						
(단위: 백만 \$)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
Beginning Equity	267,146	265,325	264,810	272,924	270,066	273,197
Net Income	28,147	27,430	17,894	31,978	27,528	35,622
Dividends Paid	6,895	5,934	7,727	8,055	8,576	9,131
yoy (%)		-14%	30%	4%	6%	6%
payout ratio (%)	24%	22%	43%	25%	31%	26%
Other	-23,073	-22,011	-2,053	-26,781	-15,821	-17,948
Ending Equity	265,325	264,810	272,924	270,066	273,197	281,740

Changes in Equity 추정은 위와 같다. 올해 1Q23에 지급된, 그리고 2Q23에 예정된 배당금은 작년 3Q~4Q22 배당금과 동일하다. 이 때의 배당금은 전기 대비 상승한 배당금인 바, 동사의 배당금도 3분기에 증가할 것이라 가정하였다. 이에, '22년과 동일한 배당금 yoy(%) 성장률을 적용했다.

7.3. Valuation - Historical PBR Method

동사의 Valuation으로 Historical PBR Method를 사용하였다. 현재 '자본'에 대한 신뢰도 감소로 은행주의 파산이 이어지고 주가가 눌리는 만큼, 동사의 자본(Book)과 이에 대한 평가인 PBR Multiple이 동사의 미래를 반영하기에 적절하다고 판단하였다. 더불어 저평가 받는 동사는, 공포가 없던 과거 동사의 모습을 통해 미래를 유추해볼 수 있다. 고로, Historical Multiple을 차용하였다.

투자포인트를 종합하면, 동사는 두 번의 상승 모멘텀을 가진다. 따라서 본 보고서는 목표 주가를 '23년 6월, '23년 말로 나누어 제시할 것이다. 은행의 주가는 신뢰인 멀티플과 실적인 BPS의 곱임을 강조했다. 첫 상승 모멘텀은 신뢰 회복에 따른 '멀티플'이, 두 번째는 '실적'이 견인할 것이다.

(1) '23년 6월, 스트레스 결과가 발표되며, 동사의 자본 안정성이 검증될 것이라고 투자포인트 1에서 입증했다. 현재 멀티플의 하락은 **뱅크런 우려로 인한 '기업 안정성'에 대한 공포와, 주주 환원 감소에 따른 '주식 수익성'에 대한 공포**이므로, 자본 안정성 검증은 기업 자체에 대한 우려를 불식시킬 충분한 동인이 될 것이다. 이에 아래 식으로 목표 주가를 산출한다.

$$'22년 BPS \times '23년 1월\sim 3월 초 PBR 평균 \times \{1 - (\text{현재 JP Morgan PBR} / 3월 초 JP Morgan PBR)\}$$

① Book은 LTM(Last Twelve Month)으로 산출이 불가능하며, 멀티플 상승률만 반영해주는 목표 주가인만큼, 현재 BPS를 산출하는 기준인 '22년 BPS를 기준으로 계산하였다.

② '23년 1월 ~ 3월 초는, SVB發 은행 공포감을 제외하고는, 높은 기준금리 및 경기침체와 같은 상황이 유사하던 때이다. 중소은행 파산이 동사로 번지지 않을 것이며, 해당 공포감이 스트레스 테스트 이후 완화될 것이라고 투자포인트에서 밝혔으므로, 해당 시기의 멀티플을 부여한다.

③ 그러나 기업 차원의 우려가 제거된다고 하더라도, 은행 시장 전반에 걸친 공포감 해소에는 시간이 걸릴 것으로 예상된다. 이에, 기업에 대한 우려가 아닌, 은행 시장에 만연한 공포로 할인되는 JP Morgan의 3월 초 대비 현재 PBR을 계산하여 할인해주었다.

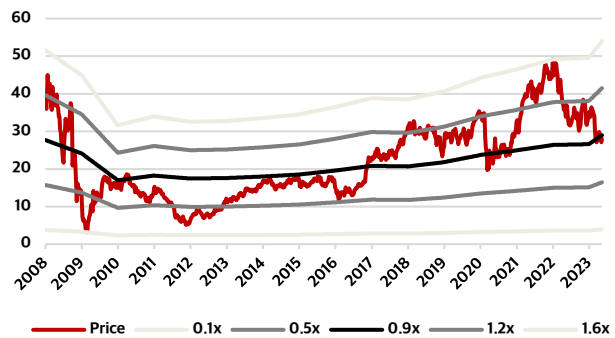
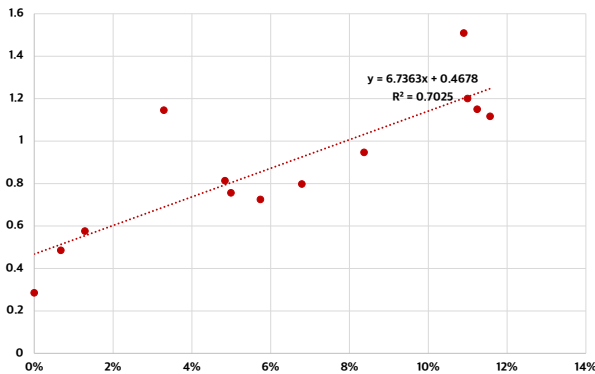
(2) 동사는 본래 실적에 따라 움직이는 주식이다. 멀티플이 정상화될 시, 당연히 실적과 주가가 동행할 것이다. '23년 6월 이후, 건실한 기업들의 건조한 실적이 연이어 발표됨에 따라, 은행업 전반에 걸친 공포감이 적어도 '대형 은행' 한정해서는 해소될 것이다. 고로, 위에서 부여한 JP Morgan 할인율을 반영하지 않은 멀티플을 부여하고, '23년 증가한 Book을 기준으로 상승여력을 도출했다.

종합하여, 목표주가 및 상승여력은 아래와 같다.

PBR Valuation - Historical Method ('23 6月)	
Ending Equity (단위: 백만 \$)	273,197
Preferred Stock (단위: 백만 \$)	28,397
Shares Outstanding (단위: 백만 주)	7,997
2022A BPS (단위: \$)	30.61
Target PBR Multiple	1.08x
ROE (%)	10.08%
목표주가 (단위: \$)	33.17
현재주가 (단위: \$)	28.47
상승여력	16.52%

PBR Valuation - Historical Method ('23 12月)	
End Equity (단위: 백만 \$)	281,740
Preferred Stock (단위: 백만 \$)	28,397
Shares Outstanding (단위: 백만 주)	7,900
2023E BPS (단위: \$)	32.07
Target PBR Multiple	1.18x
ROE (%)	12.64%
목표주가 (단위: \$)	37.84
현재주가 (단위: \$)	28.47
상승여력	32.92%

7.4. PBR-ROE 검증



PBR-ROE를 통한 회귀분석으로 Target Multiple을 검증하였다. 금융위기로 ROE 값이 (-)였던 '08년과 '09년을 제외하고, '10년 ~ 현재까지의 값을 사용한 결과, 유의미한 상관성을 확인하였다. 위식에 ROE를 대입한 적정 PBR에 경기침체에 따른 PBR 할인효과를 반영하기 위해 '16년, '20년, '22년의 PBR 괴리율 평균을 곱하면, 1.18x가 도출된다. 그러므로, 해당 멀티플은 합리적이다.

7.5. 결론

상기 모든 논의를 종합, '22년 BPS에 Target PBR Multiple 1.08x를 곱한 \$33.17를 1차 목표 주가로 제시, '23년 BPS에 Target PBR Multiple 1.18x를 곱한 \$37.84를 2차 목표 주가로 제시한다.

'23년 6월 상승여력 16.52%, '23년 말 상승여력 32.92%로 투자 의견 Buy를 제시한다.

8. Appendix

App 1. Balance Sheet

Balance Sheet					
(단위: 백만 \$)	2018	2019	2020	2021	2022
Assets	2,354,507	2,434,079	2,819,627	3,169,495	3,051,375
Cash and Cash Equivalents	177,404	161,560	380,463	348,221	230,203
Federal Funds Sold and Securities Borrowed or Purchased Under Agreements to Resell	261,131	274,597	304,058	250,720	267,574
Trading Account Assets	214,348	229,826	198,854	247,080	296,108
Derivatives Assets	43,725	40,485	47,179	35,344	48,642
Debt Securities, Held-to-maturity, At Cost	203,652	215,730	438,249	674,554	632,825
Debt Securities - Carried At Fair Value	238,101	256,467	246,601	308,073	229,994
Loans Held for Sale	10,367	9,158	9,243	15,635	6,871
Loans and Leases	946,895	983,426	927,861	979,124	1,045,747
Allowance for Loan Losses	-9,601	-9,416	-18,802	-12,387	-12,682
Customer and Other Receivables	65,814	55,937	64,221	72,263	67,543
Premises & Equipment-net	9,906	10,561	11,000	10,833	11,510
Goodwill	68,951	68,951	68,951	69,022	69,022
Other Assets	116,320	129,690	135,203	163,869	150,759
Time Deposits Placed and Other Short-term Investments	7,494	7,107	6,546	7,144	7,259
Liabilities	2,111,508	2,192,670	2,571,213	2,924,137	2,806,575
Deposits in Foreign offices: Interest-Bearing	63,193	77,048	88,767	86,886	86,526
Deposits in Domestic offices-Interest Bearing	891,636	940,731	1,038,341	1,165,914	1,182,590
Deposits in Foreign offices: Non-Interest Bearing	14,060	13,719	17,698	27,457	20,480
Deposits in Domestic offices-non-Interest Bearing	412,587	403,305	650,674	784,189	640,745
Accrued Expenses and Other Liabilities	165,026	182,798	181,799	200,419	224,073
Short-term Borrowings	20,189	24,204	19,321	23,753	26,932
Federal Funds Purchased and Securities Loaned or Sold Under Agreements to Repurchase	186,988	165,109	170,323	192,329	195,635
Derivative Liabilities	37,891	38,229	45,526	37,675	44,816
Trading Account Liabilities	68,220	83,270	71,320	100,690	80,399
Long-term Debt	229,392	240,856	262,934	280,117	275,982
Preferred Stock Redeemable	22,326	23,401	24,510	24,708	28,397
Shareholders' Equity	265,325	264,810	272,924	270,066	273,197
Common Stock - Par Value	118,896	91,723	85,982	62,398	58,953
Preferred Stock	22,326,000	23,401,000	24,510,000	24,708,000	28,397,000
Retained Earnings	136,314	156,319	164,088	188,064	207,003
Accumulated Other Comprehensive Income (Loss)	-12,211	-6,633	-1,656	-5,104	-21,156

App 2. Cash Flow Statement

Cash Flow Statement					
(단위: 백만 \$)					
	2018	2019	2020	2021	2022
Operating Activities	39,520	61,777	37,993	-7,193	-6,327
Net Income	28,147	27,430	17,894	31,978	27,528
Depreciation and Amortization	2,063	1,729	1,843	1,898	1,978
Gain/loss on Sales of Securities	-154	-217	-411	-22	-32
Impairment of Equity-method Investment	-	2,072	-	-	-
Net Amortization of Premiums and Discounts on Debt Securities	1,824	2,066	4,101	5,837	2,072
Stock based Compensation	1,729	1,974	2,031	2,768	2,862
Originations and Purchases of Loans Held for Sale	-28,071	-28,874	-19,657	-43,635	-24,862
Proceeds from Sales and Paydowns of Loans Originally Classified as Held for Sale and Instruments from Related Securitization	28,972	30,191	19,049	34,684	31,567
Deferred Income Tax Income/expense	3,041	2,435	-1,737	-838	739
Other Assets	11,920	-11,113	-12,883	-34,455	20,799
Provision for Credit Losses	3,282	3,590	11,320	-4,594	2,543
Other Operating Activities	-2,570	6,211	3,886	4,651	1,222
Accrued Expense and Other Liabilities	13,010	16,363	-4,385	16,639	23,029
Trading and Derivative Instruments	-23,673	7,920	16,942	-22,104	-95,772
Investing Activities	-71,468	-80,630	-177,665	-313,291	-2,529
Time Deposits Placed and Other Short-term Investments	3,659	387	561	-598	-115
Debt Securities Carried At Fair Value Proceeds from Paydowns and Maturities	78,513	79,114	93,835	124,880	110,195
Debt Securities Carried At Fair Value Proceeds from Sales	5,117	52,006	77,524	6,893	69,114
Debt Securities Carried At Fair Value Purchases	-76,640	-152,782	-257,535	-238,398	-134,962
Held-to-maturity Debt Securities Proceeds from Paydowns and Maturities	18,789	34,770	91,084	159,616	63,852
Held-to-maturity Debt Securities Purchases	-35,980	-37,115	-194,877	-5,164	-24,096
Other Changes in Loans and Leases, Net	-31,292	-46,808	36,571	-58,039	-86,010
Loans and Leases Purchases	-4,629	-5,963	-5,229	-362,736	-5,798
Proceeds from Sales of Loans Originally Classified as Held for Investment and Instruments from Related Securitization Activit	21,365	12,201	13,351	10,396	26,757
Other Investing Activities, Net	-1,986	-2,974	-3,489	-3,479	-4,612
Net Change in Federal Funds Sold and Securities Borrowed or Purchased Under Agreements to Resell	-48,384	-13,466	-29,461	53,338	-16,854
Financing Activities	53,118	3,377	355,819	291,650	-106,039
Deposits	71,931	53,327	360,677	268,966	-134,190
Long-term Debt-retirements	-53,046	-50,794	-47,948	-46,826	-34,055
Long-term Debt-proceeds from Issuance	64,278	52,420	57,013	76,675	65,910
Short-term Borrowings	-12,478	4,004	-4,893	4,432	3,179
Federal Funds Purchased and Securities Loaned or Sold Under Agreements to Repurchase	10,070	-21,879	5,214	22,006	3,306
Common Stock-repurchased	-20,094	-28,144	-7,025	-25,126	-5,073
Proceeds from Issuances of Preferred Stock	4,515	3,643	2,181	2,169	4,426
Redemption/liquidation of Preferred Stock	-4,512	-2,568	-1,072	-1,971	-654
Payment of Cash Dividends Paid	-6,895	-5,934	-7,727	-8,055	-8,576
Other Financing Activities	-651	-698	-601	-620	-312
Other Adjustments	18,770	-16,212	221,659	-35,650	-121,141
Foreign Exchange Rate Effect on Cash and Cash Equivalents	-1,200	-368	2,756	-3,408	-3,123
Cash Flow Net Changes in Cash	19,970	-15,844	218,903	-32,242	-118,018

App 3. Interest Bearing Deposits 추정

Interest Bearing Deposits 추정										
(단위: 백만 \$)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E
Interest Bearing Deposits	1,257,775	1,215,903	1,219,491	1,269,116	1,269,116	1,274,794	1,311,331	1,343,327	1,375,710	1,375,710
이자부예금 상품믹스 금리(%)	0.067%	0.201%	0.482%	0.852%	1.610%	1.119%	1.120%	1.120%	1.120%	4.556%
전년동기 대비 중소기업 예금 감소율(%)	-	-	-	-	-	-2.5%	-2.470%	-2.440%	-2.411%	-
예금 금리상승률 증가분	-	-	-	-	-	-	5,051	0	0	-
중소은행예금 증가분	-	-	-	-	-	-	31,485	31,997	32,382	-

App 4. BPS 도출

BPS 도출						
(단위: 백만 \$)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
Ending Equity (단위: 백만 \$)	265,325	264,810	272,924	270,066	273,197	281,740
Preferred Stock (단위: 백만 \$)	22,326	23,401	24,510	24,708	28,397	28,397
Shares Outstanding (단위: 백만 주)	9,669	8,836	8,651	8,078	7,997	7,900
BPS (단위: \$)	25.13	27.32	28.72	30.37	30.61	32.07

App 5. Shares Outstanding 추정

Shares Outstanding 추정					
(단위: 만 주)	2019	2020	2021	2022	2023E
Shares Outstanding	8,836	8,651	8,078	7,997	7,900
yoy (%)	-8.62%	-2.10%	-6.62%	-1.00%	-1.21%

*1Q23의 QoQ(%)를 2Q~4Q23에 동일하게 부여

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 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. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.