

2024. 4. 16

금융/소비재팀

김재우

팀장

jaewoo79.kim@samsung.com

박준규

Research Associate

jun.kyu.park@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	10,400원	36.8%
현재주가	7,600원	
시가총액	2.4조원	
Shares (float)	322,088,438주 (85.0%)	
52주 최저/최고	6,560원/8,360원	
60일-평균거래대금	111.7억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
BNK금융지주 (%)	-7.9	6.3	12.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-8.0	-2.2	7.9

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	10,400	10,400	0.0%
2024E EPS	2,594	2,594	0.0%
2025E EPS	2,945	2,945	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	16
Target price	9,256
Recommendation	3.8

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

BNK금융지주 (138930)

수익성 중심 경영 강화 - More upside than downside

- BNK금융의 대표적인 할인 요인은 ROE 하락과 더딘 CET-1 비율 개선 속도.
- 하지만, BNK금융은 수익성 중심 경영 전략을 강화, 실적 개선에 기반하여 당초 예상보다 빠른 속도로 CET-1 비율의 개선을 전망.
- 당사는 현재 24E PBR 0.24배의 업종 최저 수준에 거래 중인 가운데, 향후 실적 개선 및 자본비율 제고에 따라 상승 여력이 크다는 점에 초점 필요.

WHAT'S THE STORY?

은행주 중 다음 Re-rating 유망 기업에 대한 관심 - CET-1 비율 개선 속도에도 관심 필요: 은행 주주 환원에 있어 최대 관건은 CET-1 비율의 13% 상회 여부라는 관점에서 3대 금융지주 중심으로 초점이 필요. 다만, 차기 Re-rating 유망 기업에 대한 관심도 높아진 상황을 감안, CET-1 비율 개선 속도가 차별화될 수 있는 기업에도 관심이 필요.

BNK금융 - 수익성 중심 경영 전략 강화에 초점: 이러한 관점에서 우리는 BNK금융에 초점을 둘 것을 추천.

이유 1. 수익성 중심 전략 강화 - 실적 개선으로 귀결 전망: 당사는 23년 말 조직 개편을 단행하였는데, 이의 핵심은 수익성 및 CET-1 비율 제고로 명확. 특히, 동사의 OP/RWA 등의 수익성 지표를 감안할 때, 성장성 조절을 통한 수익성 개선의 여지가 높은 것으로 판단. 24년 예상 이익은 8,379억원으로, 31.0% y-y 증가를 전망.

이유 2. CET-1 비율 12% 상회 기대: 동사 저평가의 대표적 이유는 낮은 CET-1 비율로 인한 주주 환원 여력의 한계였으나, 올해 동사는 CET-1 비율을 당초 예상보다 빠른 시점에 12%를 상회하는 수준으로 제고하는 것이 가능할 것으로 전망. 가령, 우리가 예상하는 1Q24 이익 2,359억원이 달성되고, 같은 기간 RWA 증가율이 0.5% 수준으로 관리 가능하다면, 동사의 CET-1 비율은 1Q 말에 11.9%까지도 개선 가능.

이유 3. 업종 최저 수준의 Valuation - 하락 리스크를 크게 뛰어넘는 상승 여력: BNK금융은 현재 24E PBR 0.24배로 업종 내 최저 수준인 점을 감안하면 현재 추가에서 추가적인 Downside는 제한적으로 판단. 반면, 향후 실적이 개선될 경우, 당사는 다른 경쟁사와의 Valuation 및 시가총액 Gap 등을 고려할 때, 상승 여력은 크게 나타날 전망.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023	2024E	2025E
영업이익 (십억원)	1,156	801	1,082	1,192
순이익 (십억원)	785	640	838	936
EPS (adj) (원)	2,408	1,963	2,594	2,945
EPS (adj) growth (%)	(0.8)	(18.5)	32.2	13.5
BPS (adj) (원)	27,659	29,139	31,416	33,925
ROE (%)	9.0	6.9	8.5	8.9
P/E (adj) (배)	2.7	3.9	2.9	2.6
P/B (배)	0.2	0.2	0.2	0.2
DPS (원)	625	510	700	820
Dividend yield (%)	9.6	6.7	9.3	10.9

자료: BNK금융지주, 삼성증권 추정

은행주 중 다음 Re-rating 유망 기업에 대한 관심

3대 금융지주 외 은행들의 CET-1 비율이 13%를 달성하기까지는 다소 수년간의 시간이 걸릴 수밖에 없다는 점에서 지금과 같은 구도는 당분간 이어질 여지가 크다. 은행들의 주주 환원 강화 포물라상 CET-1 비율이 13%를 하회할 경우, 주주 환원율은 30~35% 수준으로 제한될 가능성이 높고, 이에 양측간 주주 환원율 격차는 당분간 확대될 가능성이 높다.

다만, 연초부터 이어진 은행주 랠리가 3대 금융지주 중심으로 이뤄진 만큼, 차기 Re-rating 유망 기업에 대한 관심이 높아졌다. 우리는 이러한 은행주 선정에 있어 핵심 조건을 CET-1 비율 개선 속도에서 찾는다. 이는 CET-1 비율의 13% 도달까지 시간 단축이 Valuation 회복 속도를 더 빠르게 할 수 있을 것으로 예상하기 때문이다.

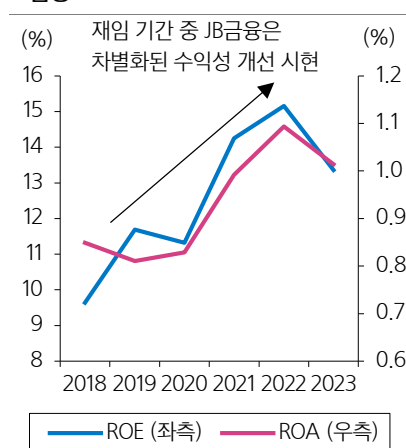
BNK금융 - 수익성 중심 경영 전략 강화에 초점

이러한 관점에서 우리는 BNK금융에 초점을 둘 것을 추천한다. 이는 1) 올해 수익성 중심 경영 강화로 인해 실적 개선이 기대되고, 2) 이는 CET-1 비율을 당초 예상보다 빠르게 12%를 상회하는 수준으로 끌어올릴 전망이며, 3) 이에 현재 동사의 업종 최저 수준 Valuation에서 상승 여력이 보다 크게 부각될 수 있을 것으로 예상되기 때문이다.

이유 1. 수익성 중심 전략 강화 - 실적 개선으로 귀결 전망

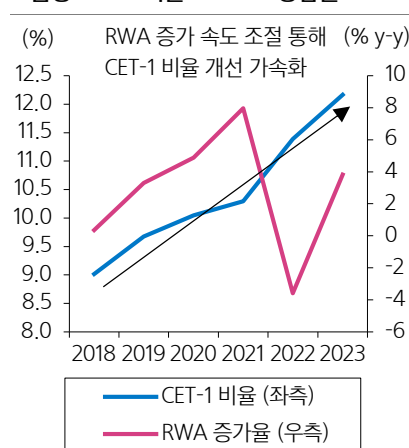
동사는 23년 말 현재의 회장 체제하 첫 정기인사에서 대규모 조직 개편과 함께 임원 인사를 단행했다. 여기서 눈여겨볼 부분은 1) BNK금융지주, 부산은행, 경남은행, BNK캐피탈의 경영 전략 부문에서 재무기능 분리 및 이의 CFO산하 배치와 2) 권재중 전 JB금융지주 CFO의 BNK금융 CFO로 영입이다. 참고로, 새로 영입된 권재중 CFO는 직전 JB금융지주의 CFO로 재임하였으며, 그의 재임 기간이었던 19년~22년 기간 동안 JB금융의 ROE는 11.7%에서 15.2%로, CET-1 비율은 9.7%에서 11.4%로 개선되었으며, 이에 0.35배였던 JB금융의 PBR은 현재 0.46배로 업종 내 최고 수준을 기록 중에 있다.

JB금융: ROE vs ROA



자료: JB금융

JB금융: CET-1 비율 vs RWA 증감률



자료: JB금융

JB금융: 시가총액 vs PBR

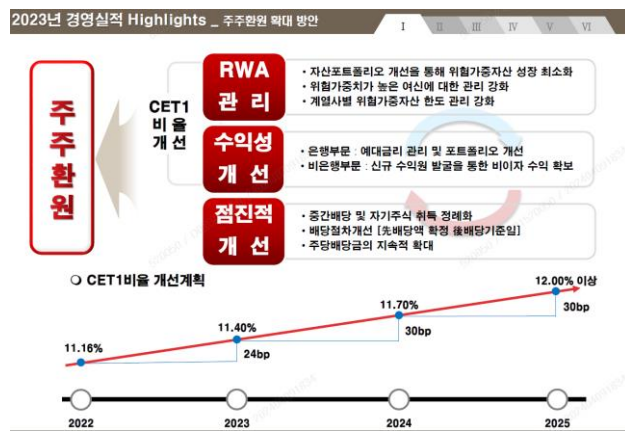


자료: Quantwise

BNK금융의 올해 경영 전략은 수익성 및 CET-1 비율 제고로 명확하다. 지난 2월 있었던 BNK금융의 4Q23 실적 설명회에서 당사는 RWA의 분기별 모니터링과 이를 통한 자산 성장 속도 조절, 합리적인 질적 성장 추진을 통해 수익성 개선과 CET-1 비율의 제고에 경영 초점을 둘 것으로 언급한 바 있다.

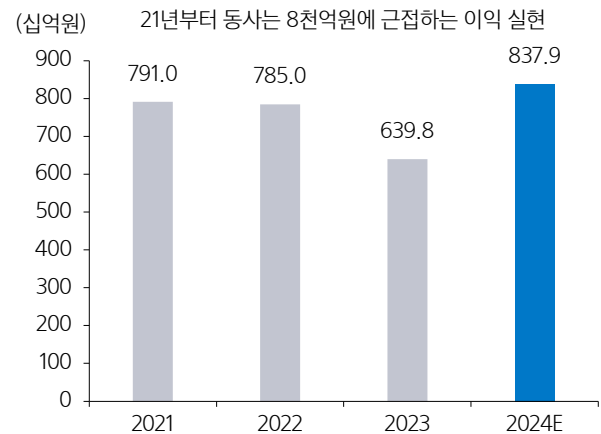
당사의 이러한 경영 전략은 올해 실적 개선으로 이어질 전망이다. 우리가 예상하는 당사의 24년 예상 이익은 8,379억원으로, 이는 31.0% y-y 증가를 의미한다. 물론, 일각에서는 이의 달성 가능성에 회의적일 수 있지만, 1) 지난 22년 연간 이익 7,850억원 감안 시, 충분한 체력을 보유한 것으로 판단되는 가운데, 2) 작년 당사의 대출 성장률 6.7%와 4Q23 NIM이 4Q22 대비 25bp 급락했던 점과 3) 23년 RWA 대비 OP가 은행 업종 중 가장 낮은 축에 속했던 점을 고려하면, 성장성 조절을 통한 수익성 개선의 여지가 높은 것으로 판단된다. 참고로, 우리가 예상하는 24년 이익 기준 ROE는 여전히 8.5%로 타행과 비교할 때 낮은 만큼, 무리한 가정은 아니라 판단된다.

BNK금융 주주 환원 확대 방안 및 CET-1 비율 개선 계획



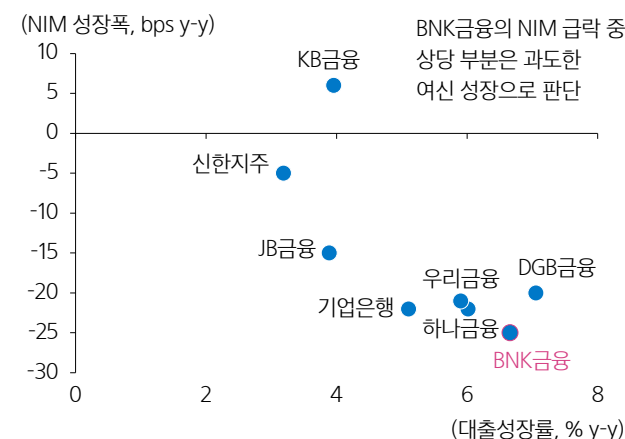
자료: BNK금융

BNK금융 연간 이익 추이



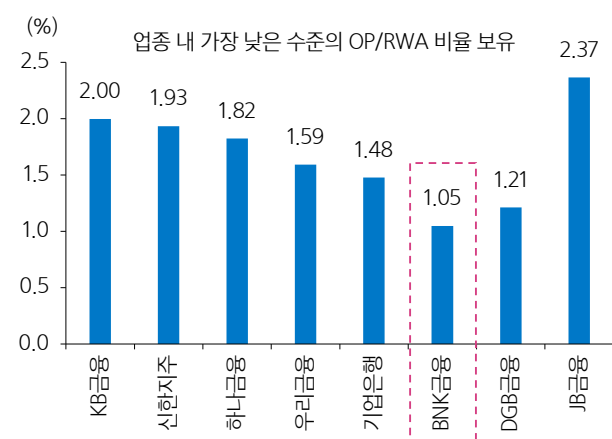
자료: BNK금융, 삼성증권 추정

은행별 대출성장률 vs NIM 성장 폭



자료: 각 사

은행별 23년 영업이익/RWA 비율

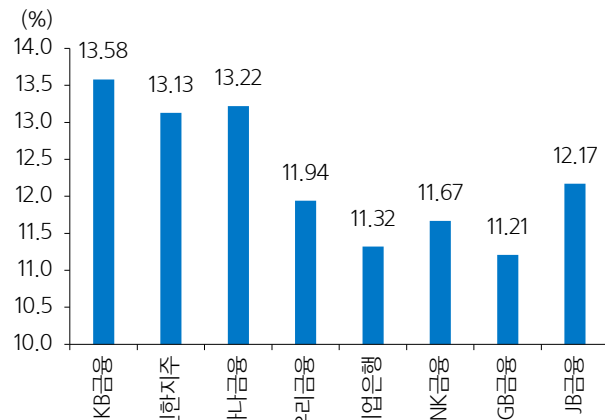


자료: 각 사

이유 2. CET-1 비율 12% 상회 기대

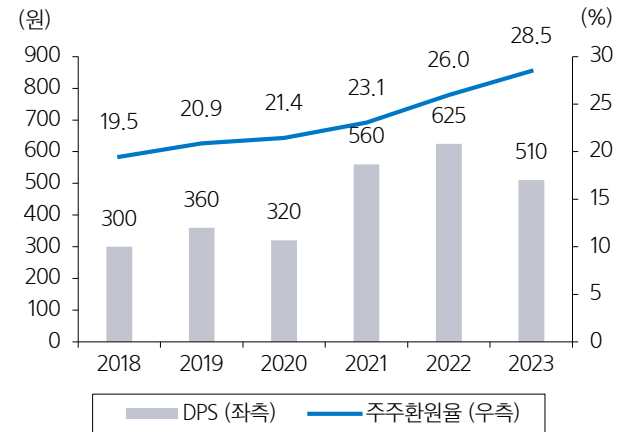
ROE의 하락과 더불어 BNK금융의 저평가에 대한 대표적 이유는 주주 환원 여력에 있다. 동사 CET-1 비율은 23년 말 기준 11.7%로 12%를 하회하였고, 이에 동사는 지난해 DPS를 22년 대비 18.4% 낮출 수밖에 없었다.

은행별 CET-1 비율 (2023년)



자료: 각 사

BNK금융지주: DPS vs 주주 환원율 추이



자료: BNK금융

하지만, 올해 동사는 CET-1 비율을 당초 예상보다 빠른 시점에 12%를 상회하는 수준으로 제고할 전망이다. 가령, 우리가 예상하는 1Q24 이익 2,359억원이 달성되고, 같은 기간 RWA 증가율이 0.5% 수준으로 관리 가능하다면, 동사의 CET-1 비율은 1Q 말 기준 11.9%까지 개선될 수 있다.

더 나아가, 올해 RWA 증가율을 2%로 제한하고, 연간 이익이 당사 추정과 같은 8,379억원을 기록할 경우, 주주 환원율 30%를 가정하더라도 동사의 CET-1 비율은 연말 기준 12.3%까지 달성 가능하다는 계산이 가능하며, 이는 전년 말 대비 63bp의 CET-1 비율 개선을 의미한다.

BNK금융: CET-1 개선 효과 추정

(십억원)	2023		1Q24E				2024E			
	RWA	CET-1 자본	RWA (0.5% 성장)	이익	CET-1 자본*	CET-1 비율 (%)	RWA (2% 성장)	이익	CET-1 자본**	CET-1 비율 (%)
	76,533.2	8,932.5	76,915.9	235.9	9,155.4	11.9	78,063.9	837.9	9,581.2	12.3

참고: *이익 전액 유보 가정

**30% 주주 환원 가정

자료: BNK금융지주, 삼성증권 추정

이유 3. 업종 최저 수준의 Valuation - 하락 리스크를 크게 뛰어넘는 상승 여력

BNK금융은 현재 24E PBR 0.24배로 업종 내 최저 수준인 점을 감안하면 현재 주가에서 추가적인 Downside는 제한적으로 판단된다. 실제로, 현재 PBR은 코로나19로 인해 주가 조정이 과도했던 20년을 제외하고는 역사적 저점 수준에 해당된다.

반면, 향후 실적이 개선될 경우, 동사는 다른 경쟁사와의 Valuation 및 시가총액 Gap 등을 고려할 때, 상승 여력은 크게 나타날 전망이다. 일례로, 동사가 올해 당사 예상 8,379억원과 유사한 수준의 실적을 달성할 경우, 1) CET-1 비율의 13% 도달까지의 시기가 단축될 수 있는 만큼, 이에 따른 할인율 축소가 Valuation에 긍정적으로 기여할 전망이고, 2) 올해 연간 이익 6,614억원이 예상되는 JB금융에 비해 26.7% 많은 이익이 예상되는 반면 시가총액이 유사한 점을 감안하면, 시가총액 Gap을 확대하는 계기로 작용할 수 있을 것으로 기대한다.

BNK금융 적정 PBR Sensitivity test

적정 PBR (배)		구조적 ROE (%)				
		8	9	10	11	12
주주 환원율 50% 도달 시기 (년)	4	0.55	0.61	0.68	0.75	0.82
	5	0.50	0.56	0.62	0.68	0.75
	6	0.45	0.51	0.56	0.62	0.68
	7	0.41	0.46	0.51	0.56	0.62
	8	0.37	0.42	0.47	0.51	0.56

참고: COE는 10% 가정

자료: 삼성증권 추정

BNK금융 vs JB금융 PBR 추이

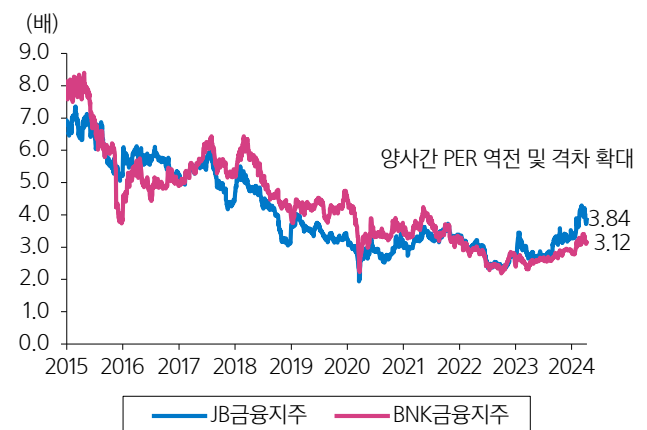


BNK금융 vs JB금융 시가총액 추이



자료: Quantwise

BNK금융 vs JB금융 PER 추이



자료: Quantwise

리스크 요인: 부동산 PF 관련 부담

다만, 동사의 실적 및 자본비율 개선이 당사 추정을 하회할 수 있는 최대 리스크 요인으로는 부동산 PF 관련 부담을 꼽을 수 있다. BNK금융의 부동산 PF 자산 규모는 8.4조원에 달하는 가운데, 이 중 9.919억 원이 상대적으로 리스크가 높은 브릿지 론이다. 물론, 당사는 해당 브릿지론에 대해서 36%에 가까운 충당금을 적립하고 있는 것으로 추산되는 만큼, 급격한 부동산 경기 위축 혹은 Credit crunch가 수반되지 않는 한 추가적인 손실 리스크는 제한적일 것으로 판단한다.

BNK금융지주 자회사별 부동산 PF 잔액

(십억원)	부산은행	경남은행	BNK캐피탈	BNK투자증권	BNK저축은행	합계
본PF	2,977.8	2,786.9	1,078.2	427.2	166.2	7,436.3
브릿지론	321.2	80.0	333.3	257.4		991.9
합계	3,299.0	2,866.9	1,411.5	684.6	166.2	8,428.2

자료: BNK 금융

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
현금및현금성가물	6,213	5,359	5,018	5,276	5,548
유가증권	19,451	23,766	24,960	26,221	27,554
대출채권	106,673	112,158	112,854	116,924	121,889
이자부자산	132,338	141,282	142,832	148,421	154,990
고정자산	1,969	2,126	2,228	2,335	2,448
기타자산	2,626	2,375	2,878	2,749	2,589
자산총계	136,933	145,784	147,938	153,505	160,026
예수금	101,470	106,761	108,915	112,502	116,944
차입금	7,716	8,816	9,328	9,873	10,455
사채	12,145	13,035	13,905	14,838	15,840
이자부부채	121,332	128,613	132,148	137,213	143,239
기타부채	112,443	120,391	4,265	4,122	3,935
부채총계	126,143	135,110	136,616	141,547	147,395
자본금	1,630	1,630	1,630	1,630	1,630
신종자본증권	827	728	728	728	728
자본잉여금	786	785	785	785	785
이익잉여금	6,767	7,122	7,770	8,406	9,080
자본조정	(7)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타포괄손익누계액	(160)	(39)	(39)	(39)	(39)
소수주주지분	948	449	449	449	449
자본총계	10,790	10,674	11,322	11,958	12,632

자산건전성

12월 31일 기준 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
고정이하여신/총여신	0.3	0.4	0.7	0.9	0.9
요주의이하여신/총여신	0.8	0.9	1.6	1.9	1.9
대손충당금/고정이하여신	462.5	364.7	179.4	155.8	156.9
대손충당금/요주의이하여신	171.1	165.1	81.2	70.5	71.0
대손충당금/총여신	1.4	1.5	1.3	1.4	1.4
순상각/고정이하여신	53.2	52.9	88.5	38.5	31.0
순상각/총여신	0.2	0.2	0.6	0.3	0.3
대손충당금 적립액/총여신	0.16	0.22	0.65	0.33	0.27

주당 data

12월 31일 기준 (원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS	2,408	1,963	2,594	2,945	3,275
주당 장부가	27,659	29,139	31,416	33,925	36,795
주당 배당금 - 보통주	625	510	700	820	950
배당성향 (%)	26.0	26.0	27.0	28.0	29.0

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
이자수익	4,779	6,692	7,211	7,426	7,689
이자비용	(1,858)	(3,786)	(4,169)	(4,322)	(4,512)
순이자수익	2,921	2,905	3,042	3,104	3,177
대손충당금	(548)	(951)	(694)	(668)	(599)
총당금적립후순이자수익	2,374	1,954	2,347	2,436	2,578
순수수료수익	389	241	226	241	257
기타비이자이익합계	(85)	82	65	59	64
총이익	2,677	2,277	2,578	2,736	2,899
판매비와관리비	(1,521)	(1,476)	(1,497)	(1,543)	(1,595)
영업이익	1,156	801	1,082	1,192	1,303
기타영업외이익	(31)	74	88	91	94
법인세차감전순이익	1,125	876	1,169	1,283	1,398
법인세	(292)	(197)	(297)	(311)	(338)
당기순이익	833	679	872	973	1,059
소수주주지분	48	39	34	37	40
당기순이익(연결)	785	640	838	936	1,020
총당금적립전영업이익	1,787	1,805	1,824	1,911	1,956

재무비율

12월 31일 기준 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
ROAA	0.7	0.5	0.7	0.7	0.7
ROAE	9.0	6.9	8.5	8.9	9.2
대출금성장률 (원화기준)	9.9	6.4	(0.3)	3.4	3.9
예수금성장률 (원화기준)	11.4	4.5	1.9	3.4	3.9
자산성장률	9.2	5.5	0.7	3.5	3.9
대출금/예수금 (원화기준)	137.3	146.6	146.6	146.6	146.6
순이자마진*	2.11	1.93	1.97	1.94	1.90
손익분기이자마진*	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
비용/이익	47.6	45.1	44.7	45.4	46.2
BIS 자기자본비율	13.7	13.5	15.7	15.9	16.0
Tier 1 자본비율	12.8	12.7	13.8	14.0	14.2
Tier 2 자본비율	0.8	0.8	1.9	1.9	1.8
보통주자본비율	11.2	11.8	12.3	12.7	13.0
단순자기자본비율	7.9	7.3	7.7	7.8	7.9

참고: * 은행기준

자료: BNK금융지주, 삼성증권 추정

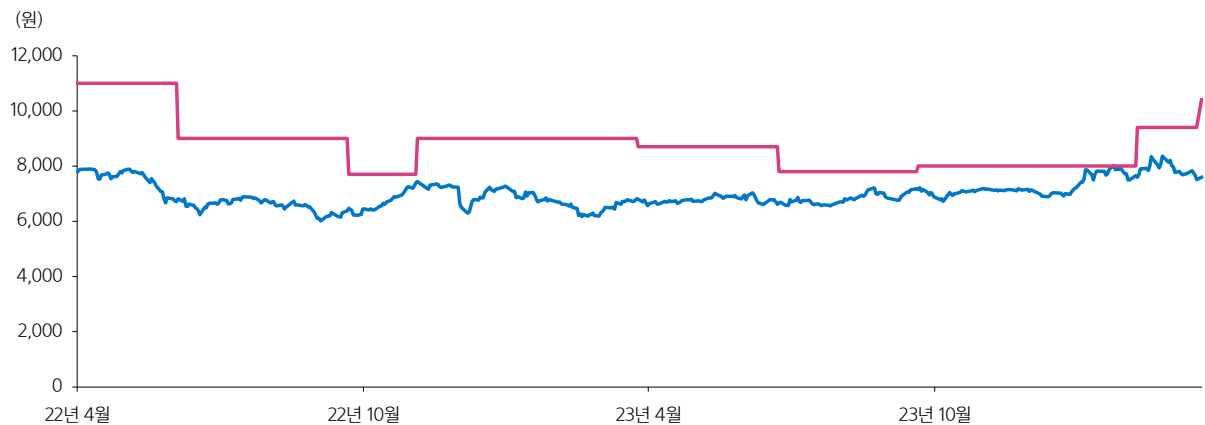
12월 31일 기준	총전영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	주당 장부가 (원)	P/E (배)	P/B (배)	ROA (%)	ROE (%)	CET-1 비율 (%)	배당수익률 (%)
2022	1,787	785	2,408	(0.8)	27,659	2.7	0.2	0.7	9.0	11.2	9.6
2023	1,805	640	1,963	(18.5)	29,139	3.9	0.3	0.5	6.9	11.8	6.7
2024E	1,824	838	2,594	32.2	31,416	2.9	0.2	0.7	8.5	12.3	9.2
2025E	1,911	936	2,945	13.5	33,925	2.6	0.2	0.7	8.9	12.7	10.8
2026E	1,956	1,020	3,275	11.2	36,795	2.3	0.2	0.7	9.2	13.0	12.5

자료: BNK금융지주, 삼성증권 추정

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 4월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 4월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/10/18	2022/7/1	10/18	12/1	2023/4/21	7/20	10/17	2024/3/5	4/15
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY
TP (₩)	11000	9000	7700	9000	8700	7800	8000	9400	10400
과리율 (평균)	-26.11	-27.05	-13.06	-24.33	-22.07	-12.63	-9.77	-15.65	
과리율 (최대or최소)	-16.64	-23.44	-4.03	-17.89	-19.20	-7.56	0.25	-11.06	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부터 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ($\pm 5\%$) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024.03.31 기준

매수(77.6%) 중립(22.4%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA

