

# JP Morgan Chase(JPM US)

## 금리 인상기, 견고한 실적 예상

### 안정성과 성장성 높은 글로벌 최대 은행

제이피모건체이스(JP Morgan Chase, JPM)는 2.5조달러의 자산을 보유한 글로벌 금융 서비스 회사로 상장된 미국 은행주 중에서 자산 규모 및 시가총액이 가장 크다. JPM의 수익은 크게 1) 소비자, 기업에 대한 대출에 따른 이자수익과 2) 기업 금융 수수료, 거래수익, 예대 관련 수수료, 고객자산관리, 모기지, 카드 수수료와 투자수익 등을 포함한 비이자수익으로 나뉜다. 2017년 순이자수익은 501억달러, 비이자수익은 495억달러를 기록했다. 순수익은 최근 3년간 연평균 1.6% 증가했고, 2017년 영업이익률은 36% 수준이었다.

### 대출 성장과 금리 인상 영향으로 순이자수익 증가 전망

핵심 투자 포인트는 금리 인상과 대출 성장에 따른 순이자수익이 꾸준히 증가하는 것이다. 2017년 순대출액은 9,171억달러로 전년 대비 4.1% 증가해 2010년 이후 증가 추세가 이어지고 있고, 2017년 미국 상업 은행 대출 증가율 3.7%보다 높았다. 2015년 말부터 미국 정책 금리가 5번 인상됐고, 2018년 중에 금리가 추가로 인상될 가능성이 높다. 또한 경기도 활황 국면으로 진입했고 안정적인 고용시장과 물가 상승이 나타나면서 시장 금리도 상승되고 있다. 최근 대출 증가율이 둔화되고 있지만 대형 은행 상업용 대출 증가율이 1~2% 수준으로 유지되고 있기 때문에 2018년 순이자수익은 7~8% 증가할 전망이다.

### 견고한 실적, 높은 자산 건전성, 규제 완화 가능성에 주목

금리 인상기의 견고한 실적, 높은 자산 건전성, 미국 정부의 세계개혁과 금융규제 완화에 대한 기대감 등으로 JPM에 대한 관심을 이어가야 한다. 순이자수익 개선과 함께 2017년 부진했던 비이자수익 부문도 반등의 여지가 있다. 카드 가맹점 취급고가 증가하고, 관리 중인 고객 자산이 늘고 있으며 기업금융 부문 수수료 기준 전 세계 1위를 유지하고 있기 때문이다. 향후 금융규제 완화가 이뤄지면 투자 강화로 비이자수익도 늘어날 가능성이 있다. 2018년 순수익, 순이익은 각각 1,091억달러, 300억달러로 전년 대비 각각 9%, 23% 증가할 전망이다.

	순수익 (백만달러)	영업이익 (백만달러)	순이익 (백만달러)	EPS (달러)	증감률 (%)	PER (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)	총자산 (백만달러)	예수금 (백만달러)
2015.12	93,543	30,702	24,442	6.0	5.1	11.0	1.1	10.3	2.6	2,351,698	1,279,715
2016.12	95,668	34,536	24,733	6.1	1.6	14.2	1.3	10.0	2.2	2,490,972	1,375,179
2017.12	99,624	35,900	24,441	7.0	14.4	15.3	1.6	9.9	2.0	2,533,600	1,443,982
2018.12F	109,057	43,655	30,025	8.9	27.0	13.2	1.7	13.3	2.1		
2019.12F	114,171	46,549	31,493	9.7	9.7	12.1	1.6	13.9	2.5		

주: Bloomberg 컨센서스 기준

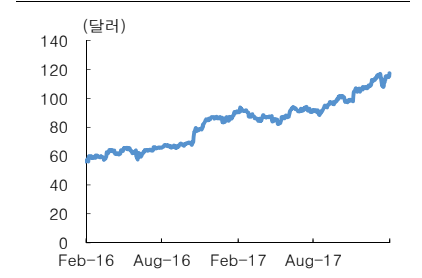
### Stock Data

S&P500(2/23)	2,747.3
주가(2/23)	117.3
시가총액(십억달러)	407.0
52주 최고/최저가(달러)	117.5/81.6
일평균거래대금(6개월, 백만달러)	1,411
유통주식비율(%)	99.3
주요주주(%)	VANGUARD GROUP 7.3
	BLACKROCK 6.5

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.4	27.7	29.9
S&P500 대비(%p)	6.0	13.5	11.9

### 주가추이



자료: Bloomberg

### 블룸버그 투자의견 컨센서스

	매수	보유	매도
비중(%)	47.1	47.1	5.9

자료: Bloomberg

### 블룸버그 평균목표주가 (USD)

119
-----

주: 34개 증권사 평균

김시우

swkim@truefriend.com

장환영

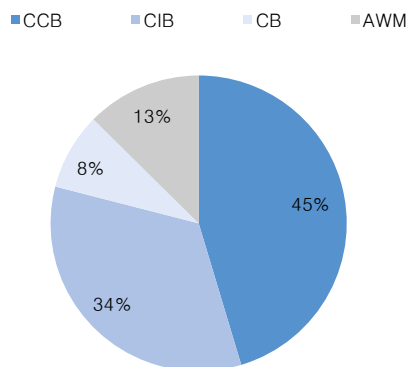
hychang@truefriend.com

## 견고함이 돋보이는 기업

JPM의 사업 부문은 소비자 & 소매금융(Consumer & Community Banking, CCB), 기업금융 & 투자은행(Corporate & Investment Bank, CIB), 상업은행(Commercial Banking, CB), 자산관리(Asset & Wealth Management, AWM) 등 4가지로 구분된다. JPM의 2017년 순수익은 996억달러로 각 사업 부문별 순수익 비중은 CCB 45%, CIB 34%, CB 8%, AWM 13%이다.

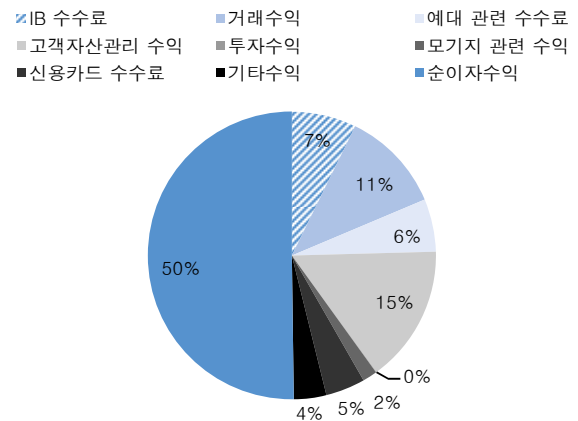
JPM은 뱅크오브아메리카, 웰스파코와 함께 2007~2008년 금융위기를 잘 넘긴 몇 안 되는 기업으로 금융위기 시에 오히려 투자은행 베어스틴스와 저축은행 워싱턴뮤추얼의 은행 부문을 인수해 주식 및 소매금융 부문의 경쟁력을 높였다. JPM은 투자은행, 소비자 및 중소기업을 위한 금융서비스, 상업은행, 금융거래 및 자산관리 부문의 선두주자다. 미국 포춘 500대 기업의 80% 이상이 JPM의 고객이고, 글로벌 기업금융 수수료, FICC 부문에서 1위다. 소비자 부문에서는 미국 내 카드 발급 1위로 미국 가구의 50%와 관계를 맺고 있으며, 다가족 대출 부문과 북미 PB 부문에서도 1위다.

[그림 1] 사업 부문별 순수익 비중(2017)



자료: JPM, 한국투자증권

[그림 2] 순수익 구분(2017)



자료: JPM, 한국투자증권

## 견조한 대출 성장과 금리 인상에 따른 순이자수익 증가

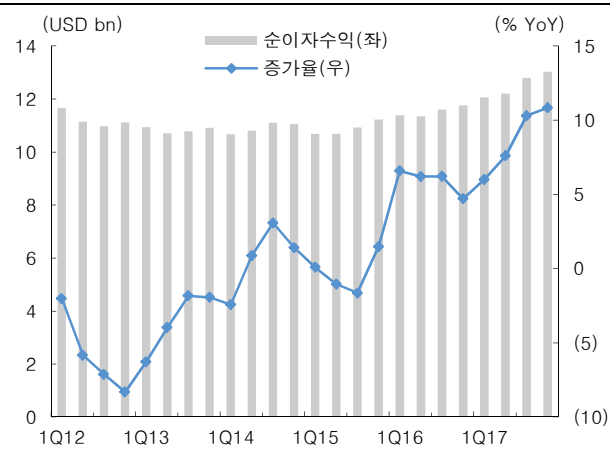
JPM의 2017년 순대출액은 9,171억달러로 전년 대비 4.1% 증가했다. 상업용 대출과 소비자 대출이 각각 5.2%, 3.1% 증가했다. 2015~2017년 JPM의 대출 증가율은 시장 성장률을 상회했다. 금리 인상이 이어지면서 전체 상업 은행의 대출 증가율이 둔화되고 있으나 대출 증가율은 1~2% 수준으로 안정화되고 있고 JPM의 대출 성장 추세도 지속되고 있다. 신용카드 영업 확대에 따라 신용카드를 통한 대출액이 2017년 전년 대비 5.4% 증가하기도 했다.

2017년 순이자수익은 501억달러로 전년 대비 8.7% 증가했다. 순대출액이 4.1% 증가했고 금리 인상에 따라 순이자마진(Net interest margin, NIM)이 2.36%로 전년 대비 11bp 개선됐기 때문이다. NIM은 2015년을 바닥으로 2년 연속 개선되고 있고, 향후 상승 추세가 이어질 전망이다.

JPM 등 미국 상업은행에 중요한 영향을 미치는 주택경기도 금리 상승에도 불구하고 기초 경제 체력이 높아지면서 양호한 흐름이 지속되고 있다. 미국 실업률이 사상 최저 수준인 가운데 임금 상승 압력이 커져 가계의 주택 구입 여력이 확대될 수 있고, 미국 리테일 판매, 산업 생산이 개선되면서 경기가 호조를 보이고 있으며 세계개혁 효과는 주택산업에도 긍정적인 영향을 줄 것이다. 시장 금리 상승에 의한 주택대출 금리 오름세가 신규 주택 수요를 제한하는 요인으로 작용할 수 있으나 현재까지 미국의 주택가격이 상승세이고 주택 보유자도 증가하고 있어 주택 경기는 비교적 양호한 상황이다.

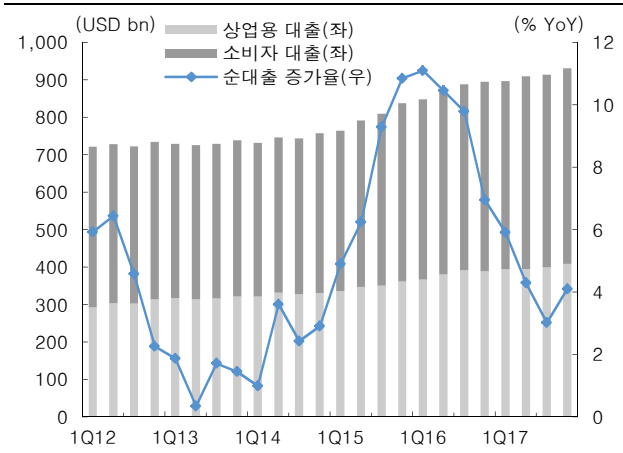
2018년 순이자수익은 전년 대비 7~8% 증가할 전망이다. 2015년 말부터 금리 인상기에 진입했고 올해도 추가적인 금리 인상이 예상되면서 정책 금리가 2008년 수준으로 높아질 것이기 때문에 NIM이 개선될 여지가 충분하기 때문이다. JPM의 2008년 NIM은 2.87% 수준이었다.

[그림 3] 금리 인상, 대출 증가로 순이자수익 증가



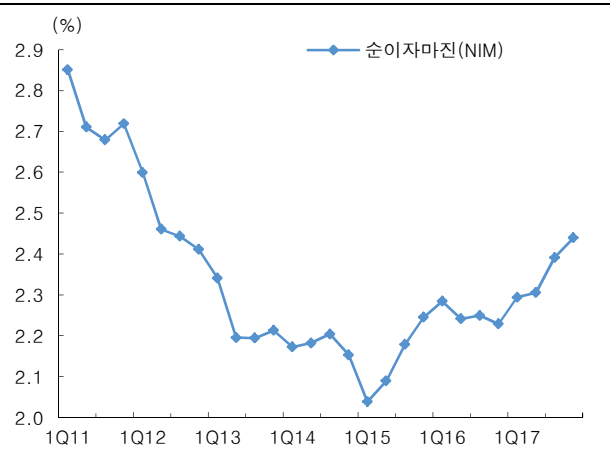
자료: JPM, 한국투자증권

[그림 4] 상업용, 소비자 대출액 증가 추세 이어져



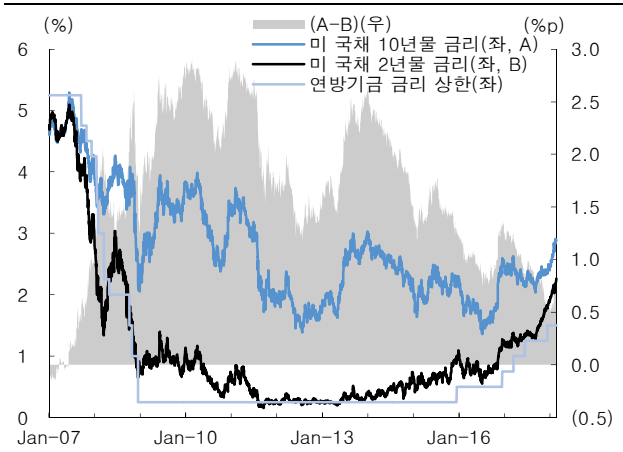
자료: JPM, 한국투자증권

[그림 5] 순이자마진 2015년부터 개선 중



자료: JPM, 한국투자증권

[그림 6] 미국 장단기 금리 및 정책 금리



자료: Bloomberg, 한국투자증권

## 비이자수익 반등 가능할 전망

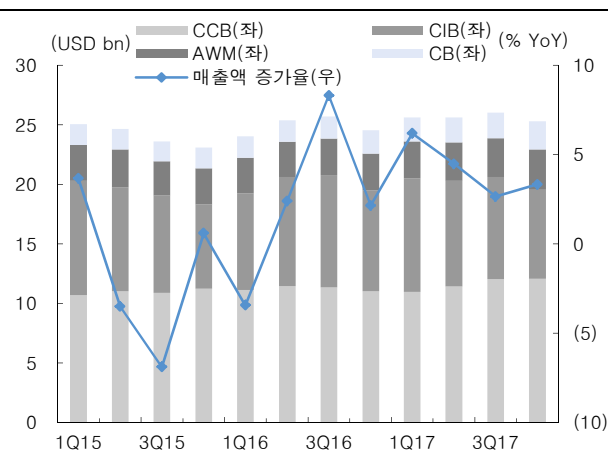
JPM의 2017년 비이자수익은 495억달러로 전년과 유사 했다. IB 수수료가 전년 대비 12% 증가했지만 거래 수익과 모기지 관련 수수료가 전년 대비 각각 2%, 35% 감소했기 때문이다. 사업 부문으로 보면 세계개편, 낮아진 변동성, 스프레드 축소 등의 이유로 채권 수익이 줄어 CIB 부문 매출액이 전년 대비 2% 감소했고, CCB 부문에서 모기지 관련 수수료가 19% 줄었다. 수익 창출 다변화를 위한 금융기관 간의 경쟁이 심화되면서 각종 수수료율이 낮아진 영향도 있다.

CIB 부문 매출액이 감소했지만 CCB, CB, AWM 등 나머지 사업 부문의 매출액은 전년 대비 각각 3%, 15%, 7% 증가했다. 1) CCB 부문에서 소매 부문 대출 증가와 카드 및 자동차 관련 금융 서비스 수익이 증가했고, 2) CB 부문에서는 중산층 및 중소기업의 대출 증가로 수익이 늘었으며, 3) AWM 부문에서는 관리 자산이 전년 대비 15% 증가하면서 관련 수익이 늘었다.

비이자수익 부문에서도 개선의 여지가 충분하다. 2017년 비이자수익이 전년 대비 0.1% 감소했고 4분기에는 4.3% 줄었으나 시장 예상치보다는 높은 수준이었다. 긍정적으로 평가할 수 있는 부분은 다음과 같다. 1) JPM은 2017년 중에 신용카드 발급에 집중하면서 카드 가맹점 취급고가 1.2조 달러에 육박하고 있으며 미국 신용카드 사용액 기준으로도 상위에 있다. 게다가 신용카드를 통한 대출도 증가하고 있다. 2) CIB 부문에서 기업금융 부문 수수료 기준으로 전세계 1위를 유지하고 있다. 3) JPM의 트레이딩 자산이 전년 대비 2.6% 증가했다. 2017년 Securities 및 Treasury 서비스 수익도 전년 대비 각각 9%, 15% 늘었다.

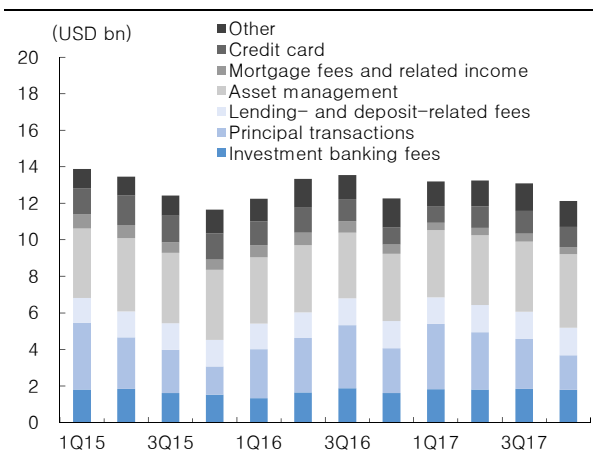
향후 금융규제 완화가 이뤄지면 투자 강화로 비이자수익도 늘어날 가능성이 있다. 미국 정부는 은행권의 부담을 줄이는 방향으로 정책의 초점을 맞추고 있고 감독 체계도 점차 강경 자세에서 벗어나고 있는 상황이다. 이에 따라 대형은행의 레버리지 요건을 다시 검토하고 있다는 언론의 보도도 나오고 있다.

[그림 7] 사업 부문별 순수익



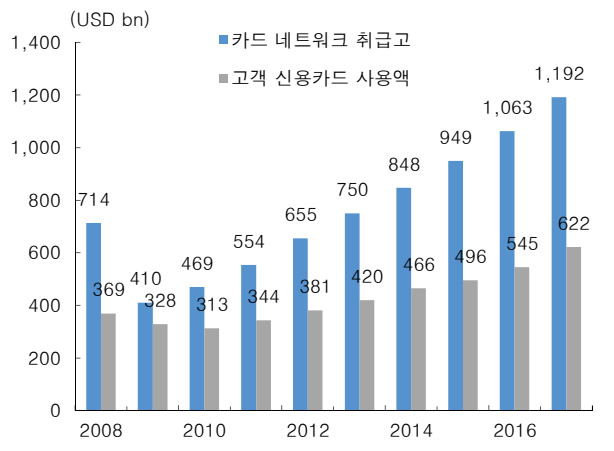
자료: JPM, 한국투자증권

[그림 8] 수수료 기반 수익 추이



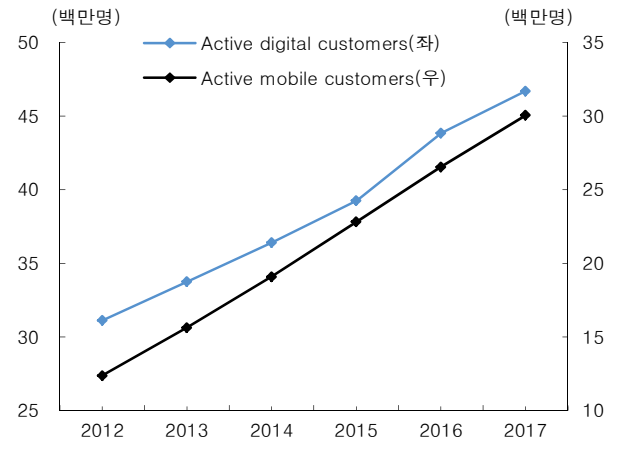
자료: JPM, 한국투자증권

[그림 9] 신용카드 취급고와 사용액



자료: JPM, 한국투자증권

[그림 10] 디지털 가입자 및 모바일 가입자 증가 추세



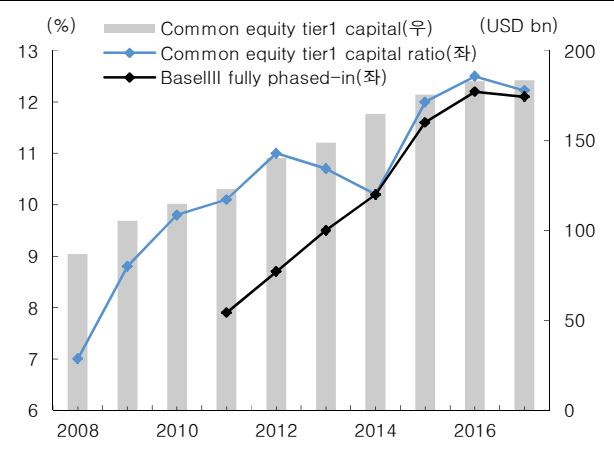
자료: JPM, 한국투자증권

### JPM에 대한 관심 지속해야

우리는 견고한 실적, 금리 인상기 진입, 미국 정부의 세계개혁과 금융규제 완화에 대한 기대감 등으로 JPM에 대한 관심을 이어가야 한다고 판단한다. 순이자수익 개선과 함께 2017년 부진했던 비이자수익 부문도 반등의 여지가 있다. 카드 가맹점 취급고가 증가하고, 관리 중인 고객 자산이 늘고 있으며 기업금융 부문 수수료 기준 전 세계 1위를 유지하고 있기 때문이다. 2018년 순이익, 순이익은 각각 1,091억달러, 300억달러로 전년 대비 각각 9%, 23% 증가할 전망이다.

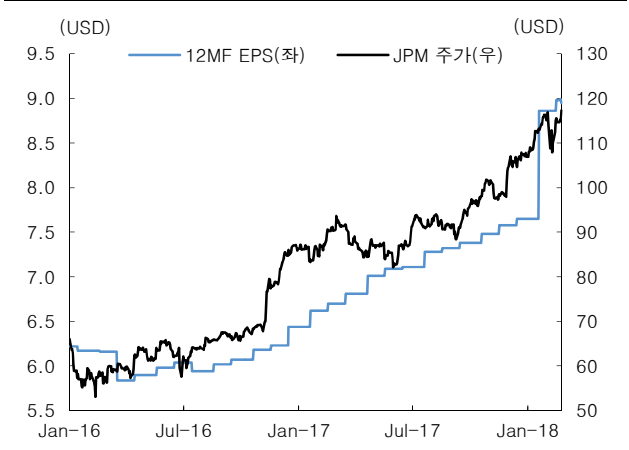
JPM은 리스크를 잘 관리해온 금융기관으로 높은 자산 건전성을 확보하고 있다. 2017년 Tier 1 보통주 자본금은 1,836억달러이며 Tier 1 자본 비율도 12%를 상회하고 있다. 향후 금융규제 완화가 이뤄지면 적극적인 투자 확대에 비이자수익도 늘어날 가능성이 있다. 미국 정부의 세계개혁에 따라 2018년에는 예상 법인세율은 19% 수준으로 법인세가 감소하면서 EPS 개선이 나타날 것으로 예상된다. 2018년 예상 EPS는 전년 대비 27% 증가하는 것으로 예상된다.

[그림 11] Tier 1 자본과 자본 비율



자료: JPM, 한국투자증권

[그림 12] 12MF EPS와 주가



자료: Datastream, 한국투자증권

### <표 1> 분기별 주요 사업 실적

(단위: 백만달러)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2015	2016	2017
순수익	24,066	23,812	22,780	22,885	23,239	24,380	24,673	23,376	24,675	25,470	25,326	24,153	93,543	95,668	99,624
순이자수익	10,677	10,684	10,924	11,799	11,380	11,347	11,603	11,753	12,064	12,208	12,798	13,027	44,084	46,083	50,097
비이자수익	13,389	13,128	11,856	11,660	11,859	13,033	13,070	11,623	12,611	13,262	12,528	11,126	50,033	49,585	49,527
CCB	10,704	11,015	10,879	11,222	11,117	11,451	11,328	11,019	10,970	11,412	12,033	12,070	43,820	44,915	46,485
CIB	9,582	8,723	8,168	7,069	8,135	9,165	9,455	8,461	9,536	8,889	8,590	7,478	33,542	35,216	34,493
AWM	3,005	3,175	2,894	3,045	2,972	2,939	3,047	3,087	3,087	3,212	3,245	3,374	12,119	12,045	12,918
CB	1,742	1,739	1,644	1,760	1,803	1,817	1,870	1,963	2,018	2,088	2,146	2,353	6,885	7,453	8,605
영업이익	8,224	8,377	6,730	7,371	7,578	9,340	8,939	8,679	8,341	9,749	9,556	8,254	30,702	34,536	35,900
CCB	3,584	4,103	4,253	3,912	3,979	4,246	3,524	3,767	3,145	3,518	4,021	4,167	15,852	15,516	14,851
CIB	3,956	3,536	1,805	2,552	2,868	3,852	4,454	4,487	4,511	4,101	3,848	2,835	11,849	15,661	15,295
AWM	826	769	802	832	884	849	885	923	489	1,016	1,056	1,017	3,229	3,541	3,578
CB	972	854	843	893	786	1,111	1,245	1,095	1,230	1,428	1,393	1,503	3,562	4,237	5,554
Corporate	(360)	(166)	(218)	44	(95)	116	(330)	(636)	(123)	621	112	29	(700)	(945)	639
Reconciliation	(754)	(719)	(755)	(862)	(844)	(834)	(839)	(957)	(911)	(935)	(874)	(1,297)	(3,090)	(3,474)	(4,017)
당기순이익	5,914	6,290	6,804	5,434	5,520	6,200	6,286	6,727	6,448	7,029	6,732	4,232	24,442	24,733	24,441

자료: JPM, 한국투자증권

### <표 2> 실적 및 주요 지표

	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12F	2019.12F
순수익(백만달러)	97,367	95,112	93,543	95,668	99,624	109,057	114,171
순이자수익	41,585	43,634	43,510	46,083	50,097		
비이자수익	55,782	51,478	50,033	49,585	49,527		
영업이익(백만달러)	26,675	30,699	30,702	34,536	35,900	43,655	46,549
영업이익률(%)	27.4	32.3	32.8	36.1	36.0	40.0	40.8
세전이익(백만달러)	26,675	30,699	30,702	34,536	35,900	40,295	42,461
순이익(백만달러)	17,886	21,745	24,442	24,733	24,441	30,025	31,493
순이익률(%)	18.4	22.9	26.1	25.9	24.5	27.5	27.6
EPS(달러)	6.3	5.7	6.0	6.1	7.0	8.9	9.7
EPS 증가율(%)	6	(9)	5	2	14	27	10
BPS	53.3	57.0	60.5	64.1	67.0	71.0	75.0
DPS	1.4	1.6	1.7	1.9	2.1	2.5	2.9
ROA(%)	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0	1.2	1.2
ROE(%)	8.4	9.8	10.3	10.0	9.9	13.3	13.9
배당수익률(%)	2.5	2.5	2.6	2.2	2.0	2.1	2.5
배당성장률(%)	33.7	30.3	28.9	30.6	33.4	33.4	33.4
순차입금(백만달러)	(50)	(139)	(78)	(94)	(127)	NA	NA
PER(x)	9.3	11.0	11.0	14.2	15.3	13.2	12.1
PBR(x)	1.1	1.1	1.1	1.3	1.6	1.7	1.6

자료: JPM, Bloomberg 추정치, 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## Appendix. 글로벌 기업 커버리지 현황

### 한투증권 리서치 글로벌 기업 커버리지 및 발간 일정

(단위: 십억달러)

순번	일정	업종	국가	기업명	티커	시가총액
1	2/19	정보기술	미국	ALPHABET	GOOGL US Equity	783.9
2	2/20	정보기술	미국	FACEBOOK	FB US Equity	537.0
3	2/21	정보기술	미국	MICROSOFT	MSFT US Equity	724.2
4	2/22	건강관리	미국	UNITEDHEALTH GROUP	UNH US Equity	222.7
5	2/23	산업재	미국	3M	MMM US Equity	141.1
6	2/26	산업재	미국	LOCKHEED MARTIN	LMT US Equity	102.4
7	2/27	금융	미국	JPMORGAN CHASE	JPM US Equity	407.0
8	2/28	정보기술	미국	APPLE	AAPL US Equity	890.5
9	3/2	통신서비스	미국	AT&T	T US Equity	225.5
10	3/5	통신서비스	일본	SOFTBANK GROUP	9984 JP Equity	91.9
11	3/6	필수소비재	미국	WAL-MART STORES	WMT US Equity	275.2
12	3/7	자유소비재	미국	HOME DEPOT	HD US Equity	219.9
13	3/8	정보기술	미국	VISA	V US Equity	253.3
14	3/9	정보기술	미국	ALIBABA GROUP	BABA US Equity	495.0
15	3/12	자유소비재	미국	MCDONALD'S	MCD US Equity	129.6
16	3/13	정보기술	중화권	TENCENT HOLDINGS	700 HK EQUITY	550.5
17	3/14	자유소비재	미국	TESLA	TSLA US Equity	59.5
18	3/15	산업재	미국	UNION PACIFIC	UNP US Equity	105.2
19	3/16	금융	미국	CITIGROUP	C US Equity	198.1
20	3/19	산업재	미국	BOEING	BA US Equity	209.9
21	3/20	필수소비재	유럽	L'OREAL	OR FP Equity	123.3
22	3/21	정보기술	미국	NVIDIA CORP	NVDA US Equity	149.0
23	3/22	필수소비재	미국	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	PM US Equity	164.8
24	3/23	정보기술	중화권	BOE TECHNOLOGY GROUP	000725 CH EQUITY	30.3
25	3/26	산업재	미국	GENERAL ELECTRIC	GE US Equity	125.8
26	3/27	자유소비재	미국	NETFLIX	NFLX US Equity	124.1
27	3/28	자유소비재	미국	AMAZON.COM	AMZN US Equity	726.2
28	3/29	에너지	미국	EXXON MOBIL	XOM US Equity	328.5
29	3/30	산업재	미국	UNITED TECHNOLOGIES	UTX US Equity	106.5
30	3/30	자유소비재	미국	PRICELINE GROUP	PCLN US Equity	93.0

주: 2월 23일 증가 기준

자료: 블룸버그, 한국투자증권

### 글로벌 기업 분석 보고서 발간 현황

발간일	제목	분석 기업
2017.1.6	2017 일본 추천종목 12선	소프트뱅크, 일본전산, 히타치 등 12종목
2017.2.16	미국 대표종목 10선(IT)	애플, 알파벳, 마이크로소프트 등 10종목
2017.3.29	미국 대표종목 8선(산업재)	GE, 유니언퍼시픽, 3M 등 8종목
2017.5.18	미국 대표금융주 6선(금융)	JP 모건,뱅크오브아메리카 등 6종목
2017.6.9	스마트팩토리, 4차 산업혁명의 생생한 현장	지멘스, 미츠비시전기, 화낙 등 6종목
2017.6.27	다시 주목 받고 있는 3D 프린팅 산업	3D Systems, Stratasys 등 3종목
2017.8.10	미국 대표제약주 7선(제약/바이오)	유나이티드헬스그룹, J&J 등 7종목
2017.9.14	미국 유망 중소형주 투자 아이디어 - 독특한, 독보적 사업 모델 기업 찾기(1)	Idexx Laboratories, Intuitive Surgical 등 8종목
2017.9.25	글로벌 대표기업 40선 #1	애플, 알파벳, 엔비디아 등 24종목
2017.9.25	글로벌 대표기업 40선 #2	아마존, 넷플릭스, 아디다스 등 16종목
2018.1.9	글로벌 보일러/온수기 산업 - 중국 시장 성장, 에너지 고효율 제품 증가	AO Smith, 린나이, 미우라공업 등 6종목
2018.1.23	미국 유망 중소형주 투자 아이디어 - 독특한, 독보적 사업 모델 기업 찾기(2)	Oshkosh, Mercado Liber 등 8종목

자료: 한국투자증권