

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

doha.kim@sk.com

02-3773-8876

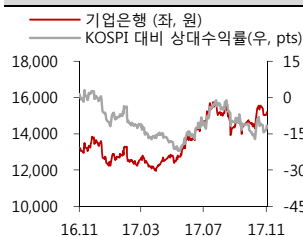
Company Data

자본금	3,290 십억원
발행주식수	55,998 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	8,512 십억원
주요주주	
기획재정부	51.80%
국민연금공단	9.16%
외국인지분율	19.74%
배당수익률	3.78%

Stock Data

주가(17/11/15)	15,200 원
KOSPI	2,518.3 pt
52주 Beta	0.77
52주 최고가	15,750 원
52주 최저가	11,950 원
60일 평균 거래대금	17 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.1%	2.3%
6개월	18.8%	8.8%
12개월	14.7%	-13.3%

기업은행 (024110/KS | 매수(신규편입) | T.P 20,000 원(신규편입))

배당확대의 유인이 높고, 배당여력도 높다

기업은행의 타사와 차별화되는 강점은 건조한 배당 매력력을 보유. 최대주주인 기획재정부의 세수 원천임을 고려하면 적극적인 배당의 유인이 높고, KT&G 지분 전량 매각 시 배당 수익률의 2%p 상승이 예상돼 추가적인 배당여력도 보유한 것으로 판단. 타행과 다른 조달 및 대출 구성에 따라 괄목할만한 이익 성장을 기대하긴 어려우나, 안정적인 주주환원을 유지할 수준의 증익이 전망됨 (YoY 이익증가율 '17E +29%, '18E +2%, '19E +5%)

건조한 배당 매력도를 유지하는 수준의 이익 성장 전망

- 기업은행은 중소기업 여신에 특화된 특수은행으로 시중은행과는 상이한 대출 및 조달 포트폴리오를 보유

- 타사와는 달리 조달구조 개선 및 대출 구성 변화를 통한 순이자마진 확대를 기대하기 어렵고, 이미 주요 은행주 중 최저 수준의 판관비율을 달성하고 있으며 중소기업이 전체 대출의 78%를 차지해 대손비용률의 하락은 제한적일 것으로 예상

- 다만 타사와 차별화되는 강점은 건조한 배당 매력에 있음. 기업은행의 배당은 최대주주인 기획재정부의 세수 원천 중 하나로 적극적인 배당의 유인이 매우 높다고 판단. 괄목할만한 이익 성장은 아니더라도, 배당 매력도를 유지하는 수준의 이익 성장이 전망됨 (지배주주 순이익 증가율 '17E +29.3% YoY, '18E +2.5% YoY, '19E +4.7% YoY)

- 한편 보유 중인 KT&G 지분 951 만주를 연내 매각할 예정이었으나, 연중 CET1 비율이 2019년 규제비율인 10%로 상승한 점과 KT&G로부터의 배당수익 (연 340 억원 수준)을 고려해 지분 매각을 연기함. 보유 시의 배당수익과 매각 시의 자본비용 상승 및 배당 확대를 선택적으로 활용할 수 있어 긍정적으로 평가. KT&G 지분 전량 매각 및 처분의 전액을 배당에 활용 시 현 주가 기준 배당수익률 2%p의 상승 효과가 예상됨

- 2017년 배당성향 28.1% 가정 시 기대 배당수익률은 4.2%로 건조한 배당매력 보유

- 기업은행에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 20,000 원 제시하며 커버리지를 개시함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
일반영업이익	십억원	4,570	4,778	4,991	5,541	5,601	5,832
YoY	%	6.7	4.6	4.5	11.0	1.1	4.1
순이자손익	십억원	4,511	4,631	4,883	5,234	5,447	5,682
판매관리비	십억원	2,005	2,097	2,155	2,249	2,307	2,394
총전영업이익	십억원	2,564	2,681	2,837	3,291	3,293	3,438
영업이익	십억원	1,388	1,500	1,533	1,978	2,033	2,129
YoY	%	21.5	8.0	2.2	29.0	2.8	4.7
세전이익	십억원	1,343	1,469	1,517	1,963	2,033	2,129
지배주주 순이익	십억원	1,027	1,143	1,158	1,497	1,534	1,606
YoY	%	21.0	11.3	1.3	29.3	2.5	4.7
EPS	원	1,782	1,975	1,983	2,561	2,622	2,742
BPS	원	23,924	26,289	27,282	29,476	31,069	32,741
PER	배	7.9	6.3	6.4	5.9	5.8	5.5
PBR	배	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	%	6.8	6.9	6.6	8.0	7.7	7.6
배당성향	%	27.2	25.8	27.3	28.1	28.7	29.5
배당수익률	%	3.0	3.6	3.8	4.2	4.4	4.7

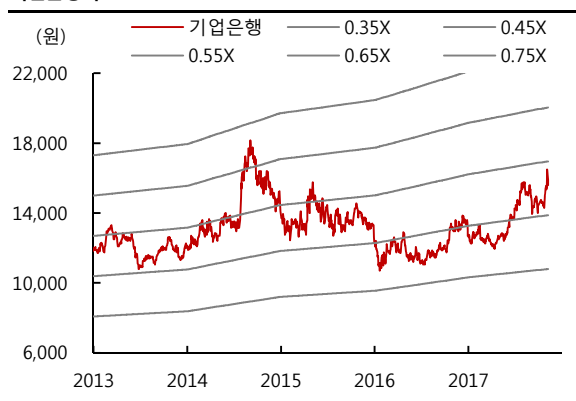
SK 증권은 기업은행의 2017 년~2019 년 수정 ROE 전망치 평균을 자기자본비용률로 할인해 적정 PBR 가치를 산정하고, 이를 12 개월 forward BPS 에 적용해 목표주가를 산출하였다. 신종자기자본 이자비용 예상치를 제거한 3 개년 평균 수정 ROE 7.5%를 고려해 목표 PBR 0.65X 를 적용했으며, 산출된 목표주가 20,000 원은 현 주가 대비 32%의 상승여력을 가지므로 투자매력도가 충분히 높다고 판단하여 투자의견 BUY 를 제시한다.

기업은행 목표주가 산출식

항목	기업은행	비고
자기자본비용 (%)	11.0	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.8	(c): Market Risk Premium
Beta (β)	1.0	(d): 기업은행의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	7.5	(e): 기업은행의 2017~2019년 수정 ROE 전망치 평균
영구성장률 (%)	1.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.65	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)		(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.65	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	30,936	(j): 기업은행의 12개월 forward 수정 BPS
목표주가 (원)	20,000	(k): (i)*(j)
현주가 (10/16, 원)	15,200	
상승여력 (%)	31.6	

자료: SK 증권

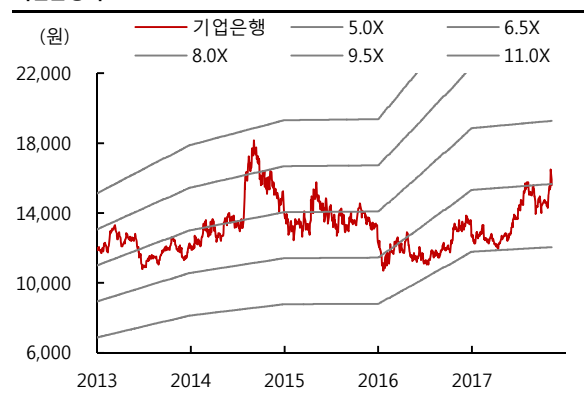
기업은행의 PBR Band chart



자료: FnGuide, SK 증권

주: 12 개월 forward 기준

기업은행의 PER Band chart



자료: FnGuide, SK 증권

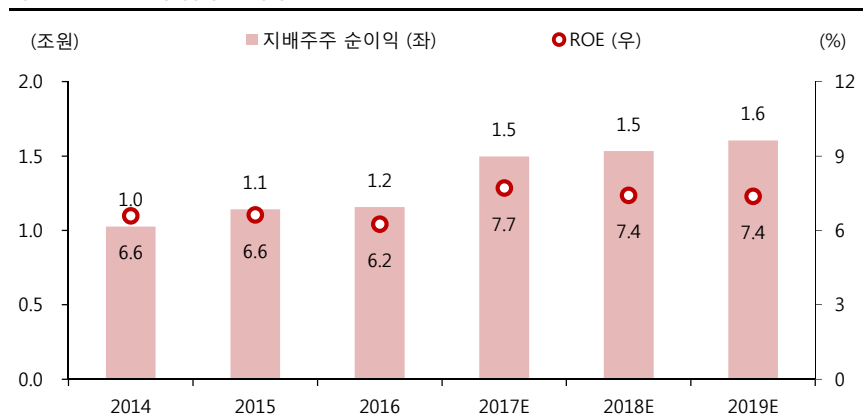
주: 12 개월 forward 기준

기업은행의 주요 손익 및 수익성 지표 추정치

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E	2019E
일반영업이익	1,291	1,311	1,260	1,129	1,476	1,320	1,454	1,291	4,991	5,541	5,601	5,832
순이자손익	1,183	1,200	1,251	1,250	1,253	1,291	1,353	1,337	4,883	5,234	5,447	5,682
순수수료손익	95	96	91	93	92	128	110	102	375	432	423	436
비이자손익	13	15	(82)	(214)	130	(99)	(8)	(148)	(267)	(125)	(270)	(285)
판매비와관리비	469	583	542	561	504	589	528	628	2,155	2,249	2,307	2,394
총전영업이익	822	729	717	568	972	730	926	663	2,837	3,291	3,293	3,438
대손충당금전입액	341	337	337	289	394	255	339	326	1,304	1,314	1,261	1,310
영업이익	481	392	380	279	578	475	588	337	1,533	1,978	2,033	2,129
영업외이익	(0)	(7)	(8)	(0)	(6)	(5)	(3)	0	(15)	(14)	0	0
세전이익	481	385	372	279	572	470	584	337	1,517	1,963	2,033	2,129
법인세비용	103	96	90	63	133	110	136	82	353	460	492	515
당기순손익	378	290	282	215	439	360	448	255	1,165	1,503	1,541	1,613
지배주주 순이익	377	287	281	213	438	358	447	254	1,158	1,497	1,534	1,606
연결 NIM (%)	1.91	1.91	1.90	1.91	1.92	1.94	1.96	1.93	1.91	1.94	1.94	1.96
판관비율 (%)	36.3	44.4	43.1	49.7	34.2	44.7	36.3	48.6	43.2	40.6	41.2	41.0
대손비용률 (%)	0.77	0.74	0.73	0.62	0.84	0.54	0.70	0.67	0.72	0.69	0.64	0.65

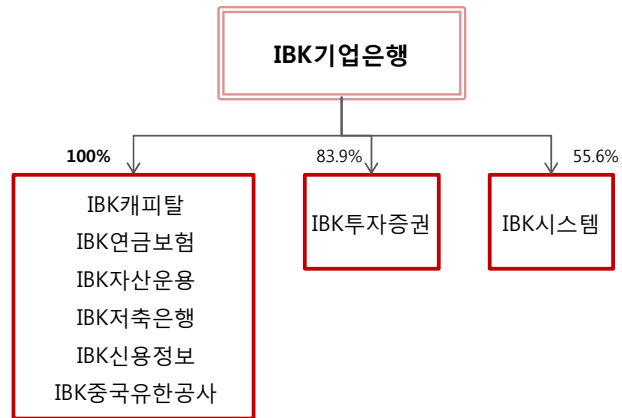
자료: 기업은행 SK 증권

기업은행 연도별 지배주주 순이익 및 ROE



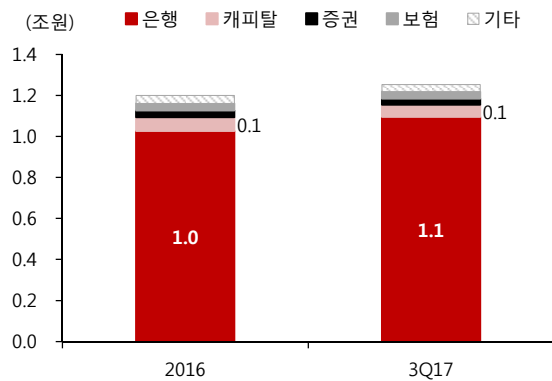
자료: 기업은행 SK 증권

기업은행의 주요 자회사 현황



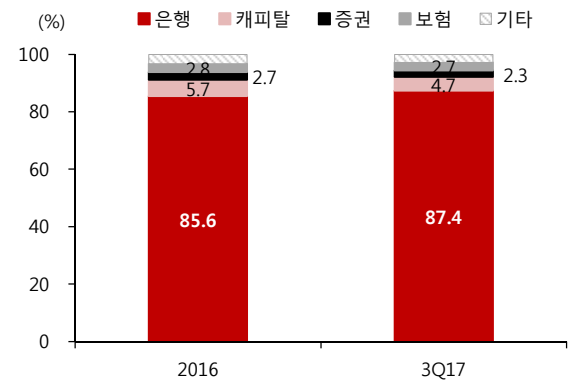
자료: 기업은행 SK 증권

기업은행의 주요 계열사별 순이익 규모



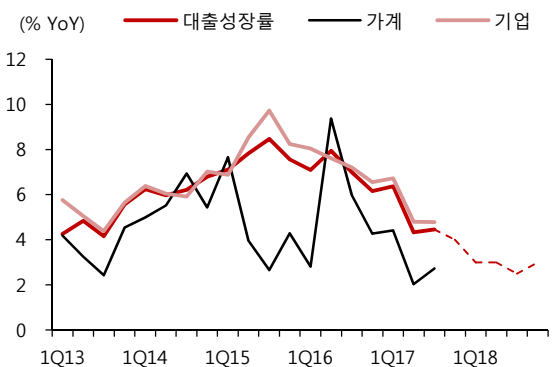
자료: 기업은행 SK 증권

기업은행의 주요 계열사별 순이익 비중



자료: 기업은행 SK 증권

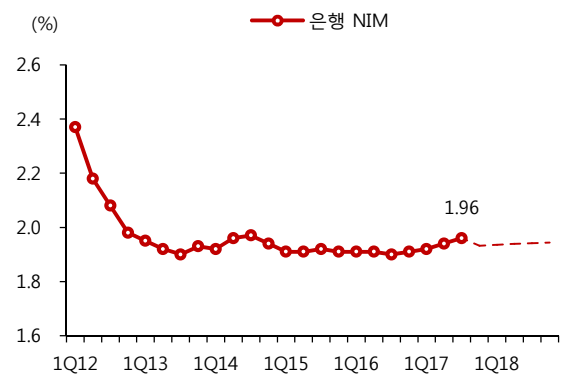
기업은행의 대출성장률 추이



자료: 기업은행 SK 증권

주: 점선은 은행 대출성장률 전망치

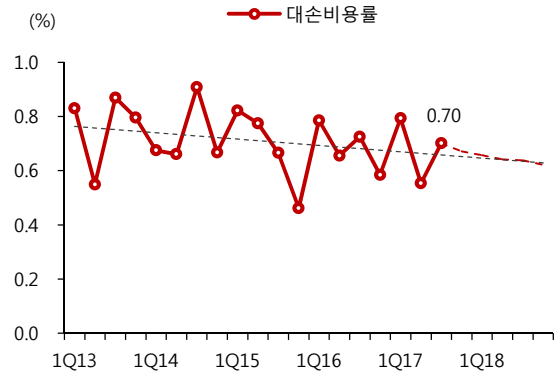
기업은행의 순이자마진 추이



자료: 기업은행 SK 증권

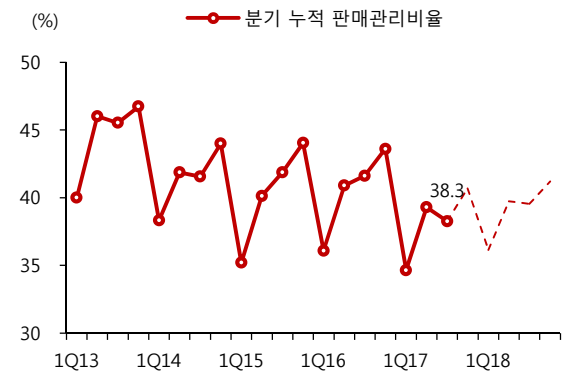
주: 점선은 전망치

기업은행의 대손비용률 추이



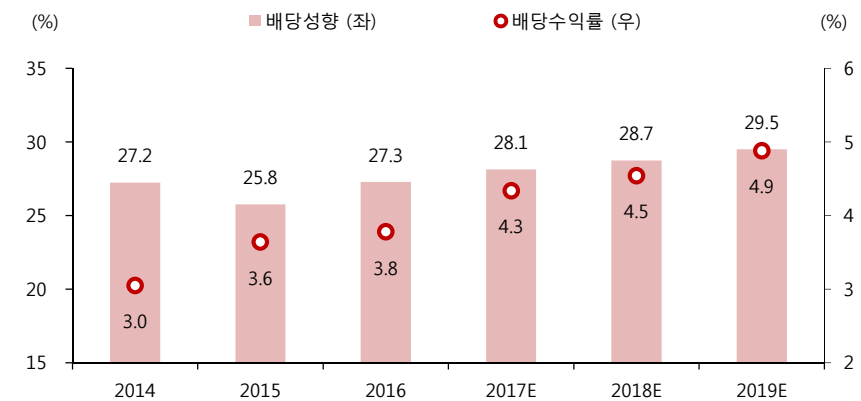
자료: 기업은행 SK 증권
주: 붉은 점선은 전망치

기업은행의 판관비율



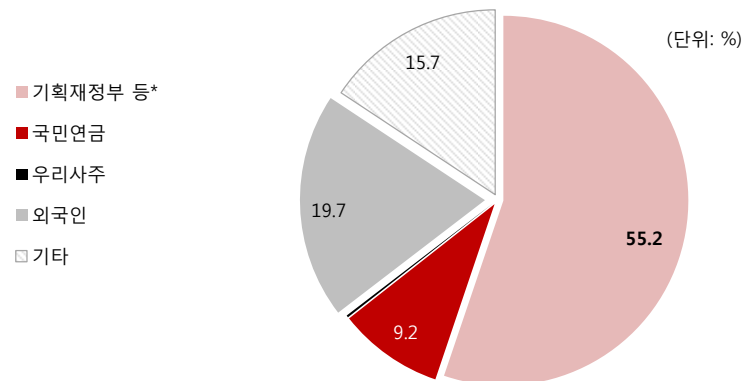
자료: 기업은행 SK 증권
주: 점선은 전망치

기업은행 배당성향 및 배당수익률



자료: 기업은행 SK 증권

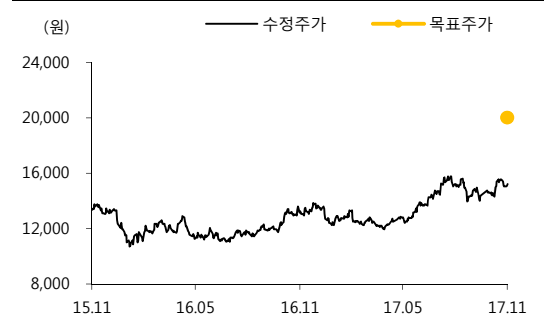
기업은행의 주요 주주 현황



자료: 전자공시시스템 SK 증권
주: *산업은행 및 수출입은행 지분 포함

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비

2017.11.16 매수 20,000원 6개월



Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 11 월 16 일 기준)

매수	89.54%	중립	10.46%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
현금및예치금	10,018	11,699	12,801	13,311	13,729
유가증권	37,073	37,230	43,559	46,172	48,942
대출채권	184,892	195,236	203,863	210,968	217,583
대손충당금	2,509	2,490	2,320	2,434	2,553
유형자산	2,464	2,856	3,068	3,190	3,290
무형자산	303	258	226	235	242
기타자산	7,603	12,062	14,710	15,460	14,664
자산총계	239,843	256,851	275,906	286,901	295,898
예수부채	95,285	103,984	111,705	117,139	121,455
차입부채	111,805	117,534	125,454	131,001	135,256
차입금	27,548	26,640	30,015	31,745	32,029
사채	84,257	90,894	95,439	99,256	103,227
기타금융업부채	2,724	3,610	4,057	4,254	4,423
기타부채	12,735	13,676	15,196	13,957	13,109
부채총계	222,549	238,804	256,411	266,352	274,243
지배주주지분	17,203	17,950	19,394	20,442	21,542
자본금	3,272	3,290	3,290	3,290	3,290
신종자본증권	1,399	1,398	1,698	1,698	1,698
자본잉여금	531	554	558	558	558
기타자본	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	748	667	689	689	689
이익잉여금	11,254	12,041	13,159	14,207	15,307
비지배주주지분	91	97	102	107	113
자본총계	17,294	18,047	19,496	20,549	21,655
부채및자본총계	239,843	256,851	275,906	286,901	295,898

성장률

월 결산(% YoY)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
대출채권	9.5	5.6	4.4	3.5	3.1
총자산	9.1	7.1	7.4	4.0	3.1
예수부채	11.5	9.1	7.4	4.9	3.7
차입부채	6.1	5.1	6.7	4.4	3.2
총부채	9.0	7.3	7.4	3.9	3.0
총자본	10.5	4.4	8.0	5.4	5.4
일반영업이익	4.6	4.5	11.0	1.1	4.1
순이자손익	2.7	5.4	7.2	4.1	4.3
판매관리비	4.5	2.8	4.4	2.6	3.8
충전영업이익	4.6	5.8	16.0	0.1	4.4
영업이익	8.0	2.2	29.0	2.8	4.7
세전이익	9.4	3.2	29.4	3.5	4.7
지배주주순이익	11.3	1.3	29.3	2.5	4.7

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
일반영업이익	4,778	4,991	5,541	5,601	5,832
순이자손익	4,631	4,883	5,234	5,447	5,682
이자수익	7,987	7,779	8,053	8,538	9,192
이자비용	3,356	2,896	2,820	3,091	3,510
순수수료손익	406	375	432	423	436
수수료수익	772	774	868	869	895
수수료비용	367	399	436	446	459
금융상품관련손익	-841	-977	-866	-933	-947
기타영업이익	582	710	741	663	662
판매관리비	2,097	2,155	2,249	2,307	2,394
충전영업이익	2,681	2,837	3,291	3,293	3,438
대손충당금전입액	1,181	1,304	1,314	1,261	1,310
영업이익	1,500	1,533	1,978	2,033	2,129
영업외이익	-30	-15	-14	0	0
세전이익	1,469	1,517	1,963	2,033	2,129
법인세비용	319	353	460	492	515
당기순이익	1,151	1,165	1,503	1,541	1,613
지배주주지분당기순이익	1,143	1,158	1,497	1,534	1,606

주요투자지표

월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
예대금리차	1.85	1.86	1.90	1.92	1.93
판매비용률	43.9	43.2	40.6	41.2	41.0
대손비용률	0.69	0.72	0.69	0.64	0.65
수익성 (%)					
ROE	6.9	6.6	8.0	7.7	7.6
ROA	0.5	0.5	0.6	0.5	0.6
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,975	1,983	2,561	2,622	2,742
수정 EPS	1,756	1,761	2,357	2,418	2,538
보통주 BPS	26,289	27,282	29,476	31,069	32,741
수정 BPS	26,289	27,282	29,476	31,069	32,741
보통주 DPS	450	480	640	670	720
기타지표					
보통주 PER (X)	6.3	6.4	5.9	5.8	5.5
수정 PER (X)	7.0	7.2	6.4	6.3	6.0
보통주 PBR (X)	0.47	0.47	0.52	0.49	0.46
수정 PBR (X)	0.47	0.47	0.52	0.49	0.46
배당성향 (%)	25.8	27.3	28.1	28.7	29.5
보통주 배당수익률 (%)	3.6	3.8	4.2	4.4	4.7