

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하
doha.kim@sk.com
02-3773-8876

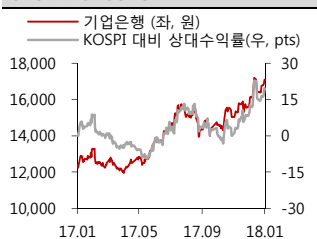
Company Data

자본금	3,290 십억원
발행주식수	55,998 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	9,576 십억원
주요주주	
기획재정부	51.80%
국민연금공단	9.16%
외국인지분율	21.16%
배당수익률	3.78%

Stock Data

주가(18/01/12)	17,100 원
KOSPI	2,496.4 pt
52주 Beta	0.59
52주 최고가	17,200 원
52주 최저가	11,950 원
60일 평균 거래대금	17 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.3%	7.8%
6개월	17.1%	12.7%
12개월	37.9%	18.3%

기업은행 (024110/KS | 매수(유지) | T.P 21,000 원(상향))

폭발적인 개선보다는 안정적인 흐름 예상

기업은행의 4Q17 지배주주 순이익은 2,778 억원 (+30.3% YoY)으로 컨센서스를 8% 상회할 전망. 4Q17 순이자이익 및 수수료이익은 각각 9% YoY, 17% YoY 증가하면서 견조한 본질영업 개선을 이어갈 전망. 기업은행 특성상 마진 및 CCR 개선폭은 타행 대비 제한적일 전망이다. 경기 회복 시 중소기업 건전성 개선에 따른 상대적인 수혜 및 정부의 금융 공공기관 명예퇴직 의지로 인한 인력 조정 시 점진적 판관비를 하락 기대 가능

4Q17 지배주주 순이익 2,778 억원 (+30.3% YoY) 기록할 전망

기업은행의 4Q17 지배주주 순이익은 2,778 억원 (+30.3% YoY, -38.2% QoQ)으로 시장 컨센서스를 8.2% 상회할 전망. 타사와 달리 기금 출연 (200 억원 가점) 외의 규모 있는 일회성 요인이 부재한 가운데, 연말 부실대출채권 상·매각손 및 계절적 판매관리비 증가를 반영함. 4Q17 순이자이익 및 수수료이익은 각각 9.3% YoY, 16.8% YoY 증가하면서 견조한 본질영업 개선을 이어갈 것으로 예상됨

폭발적인 개선보다는 안정적인 흐름 예상

최근 은행업종의 실적 개선을 주도한 것은 마진 회복과 대손비용률(CCR) 안정화. 시장 조달 비용이 높고 여신이 중소기업에 집중되는 기업은행의 특성상 마진 및 CCR 개선 폭은 당분간 타행 대비 제한적일 전망. 다만 향후 경기 회복 시 경상적인 중소기업 건전성 개선에 따라 상대적으로 높은 수혜가 있을 것으로 예상됨. 또한 정부의 금융 공공기관 명예퇴직 제도 활성화 의지로 유의미한 인력 조정이 가능해질 경우, 점진적인 판관비율 하락도 기대할 수 있음

목표주가 21,000 원으로 상향하며 투자의견 매수 유지

기업은행의 목표주가를 21,000 원으로 직전보다 5% 상향 조정하며, 투자의견 매수를 유지함. 시장 할인율 하락을 반영한 목표 PBR 0.66 배를 12m forward BPS 31,382 원에 적용한 결과임

영업실적 및 투자지표

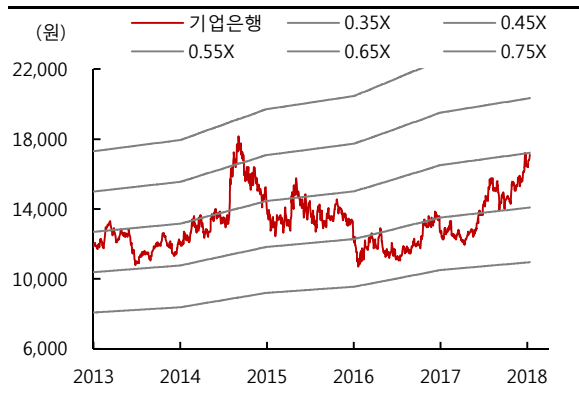
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
일반영업이익	십억원	4,570	4,778	4,991	5,567	5,899	6,261
YoY	%	6.7	4.6	4.5	11.5	6.0	6.1
순이자손익	십억원	4,511	4,631	4,883	5,263	5,657	5,998
판매관리비	십억원	2,005	2,097	2,155	2,215	2,348	2,489
총전영업이익	십억원	2,564	2,681	2,837	3,352	3,551	3,771
영업이익	십억원	1,388	1,500	1,533	2,043	2,177	2,294
YoY	%	21.5	8.0	2.2	33.3	6.6	5.4
세전이익	십억원	1,343	1,469	1,517	1,997	2,148	2,264
지배주주 순이익	십억원	1,027	1,143	1,158	1,523	1,560	1,643
YoY	%	21.0	11.3	1.3	31.6	2.4	5.4
EPS	원	1,782	1,975	1,983	2,595	2,645	2,777
BPS	원	23,924	26,289	27,282	30,019	31,249	32,840
PER	배	7.9	6.3	6.4	6.3	6.5	6.2
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	7.8
배당성향	%	27.2	25.8	27.3	31.1	33.7	36.0
배당수익률	%	3.0	3.6	3.8	4.4	4.7	5.3

기업은행 목표주가 산출식

항목	기업은행	비고
자기자본비용 (%)	10.9	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.1	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.0	(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)	0.66	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율 %)	0.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.66	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	31,382	(j): 기업은행의 12개월 forward 수정 BPS
목표주가 (원)	21,000	(k): (i)*(j)
조정률 (%)	5.0	직전 목표주가 대비 조정률
현주가 (01/12, 원)	17,100	
상승여력 (%)	22.8	

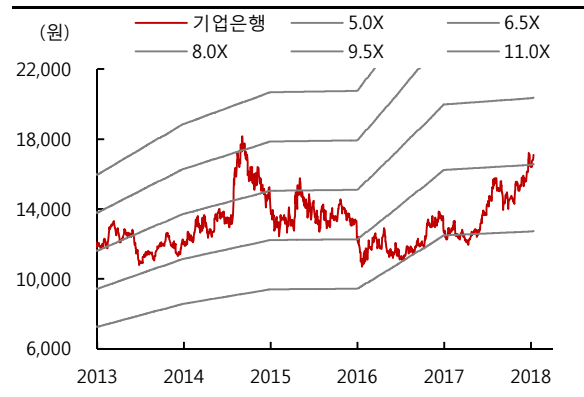
자료 SK 증권

기업은행의 PBR Band chart



자료 FnGuide, SK 증권
주: 12개월 forward 기준

기업은행의 PER Band chart



자료 FnGuide, SK 증권
주: 12개월 forward 기준

기업은행 4Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스

(단위: 십억원)	4Q17E	3Q17	QoQ (%)	4Q16	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
일반영업이익	1,309.6	1,461.8	-10.4	1,128.9	16.0	n/a	n/a
충전영업이익	715.3	934.3	-23.4	568.2	25.9	n/a	n/a
영업이익	401.9	588.1	-31.7	278.8	44.1	352.1	14.1
지배 순이익	277.8	449.7	-38.2	213.2	30.3	256.9	8.2
(단위: %)	4Q17E	3Q17	QoQ (%p)	4Q16	YoY (%p)		
순이자마진	1.94	1.96	-0.02	1.91	0.03		
판매비용률	45.4	36.1	9.3	49.7	-4.3		
대손비용률	0.64	0.72	-0.08	0.62	0.02		

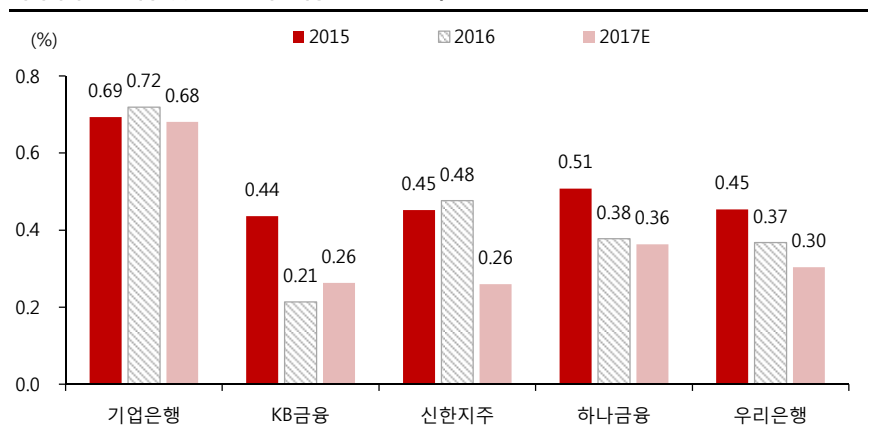
자료: FnGuide, SK 증권

기업은행 상세 실적지표

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
일반영업이익	1,291	1,311	1,260	1,129	1,476	1,320	1,462	1,310	1,465	1,480	1,487	1,467	4,991	5,567	5,899
순이자이익	1,183	1,200	1,251	1,250	1,253	1,291	1,353	1,366	1,381	1,407	1,423	1,446	4,883	5,263	5,657
수수료이익	95	96	91	93	92	128	110	109	98	133	114	114	375	439	459
기타영업이익	13	15	-82	-214	130	-99	-1	-166	-14	-60	-50	-93	-267	-136	-217
판매관리비	469	583	542	561	504	589	527	594	534	625	559	630	2,155	2,215	2,348
판매비용률 (%)	36.3	44.4	43.1	49.7	34.2	44.7	36.1	45.4	36.5	42.2	37.6	42.9	43.2	39.8	39.8
충전영업이익	822	729	717	568	972	730	934	715	931	855	928	837	2,837	3,352	3,551
충당금전입액	341	337	337	289	394	255	346	313	339	338	347	350	1,304	1,308	1,374
대손비용률 (%)	0.77	0.74	0.73	0.62	0.84	0.54	0.72	0.64	0.68	0.67	0.69	0.68	0.72	0.68	0.68
영업이익	481	392	380	279	578	475	588	402	592	517	581	487	1,533	2,043	2,177
영업외이익	0	-7	-8	0	-6	-5	-2	-33	-7	-7	-7	-9	-15	-47	-29
세전이익	481	385	372	279	572	470	586	369	585	510	573	479	1,517	1,997	2,148
지배 순이익	377	287	281	213	438	358	450	278	425	371	417	348	1,158	1,523	1,560

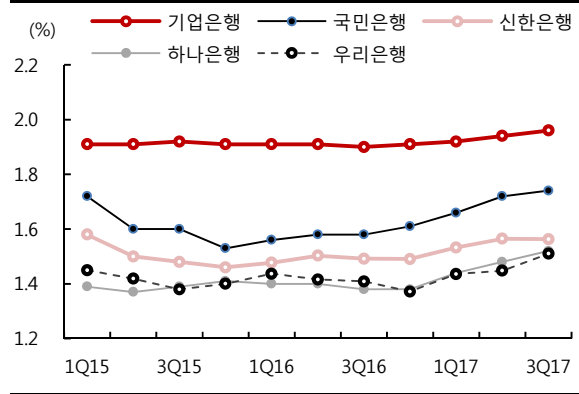
자료: WiseFn, SK 증권

커버리지 은행지주 및 은행별 대손비용률 (CCR) 변화



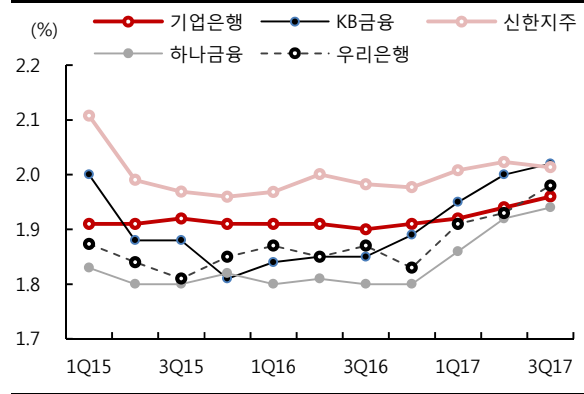
자료: 각 사, SK 증권

커버리지 은행별 순이자마진 추이



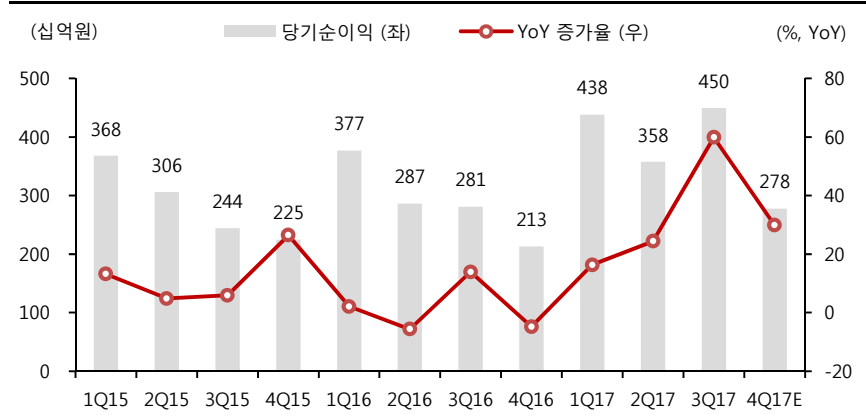
자료: 각 사, SK 증권

커버리지 은행지주 및 은행 연결 순이자마진 추이



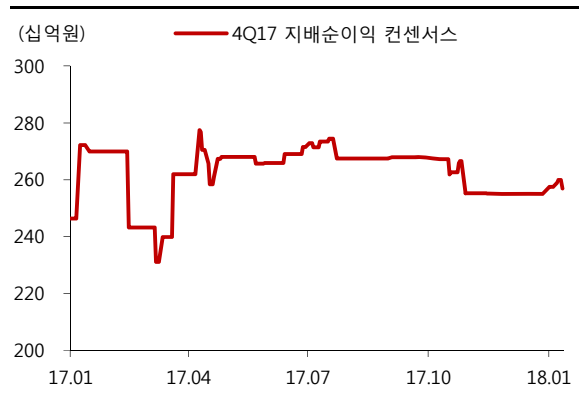
자료: 각 사, SK 증권

기업은행의 분기별 지배주주 순이익 추이 및 전망



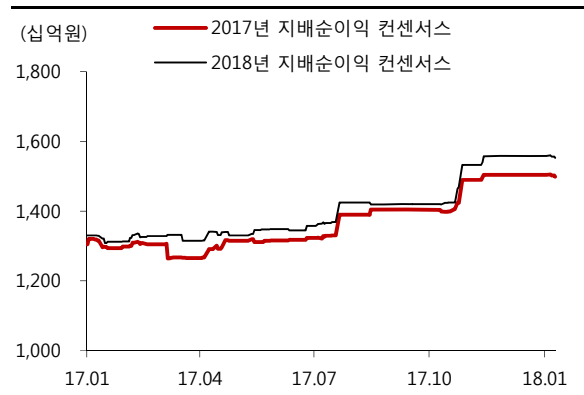
자료: 기업은행, SK 증권

기업은행의 4Q17 지배주주 순이익 컨센서스 변화



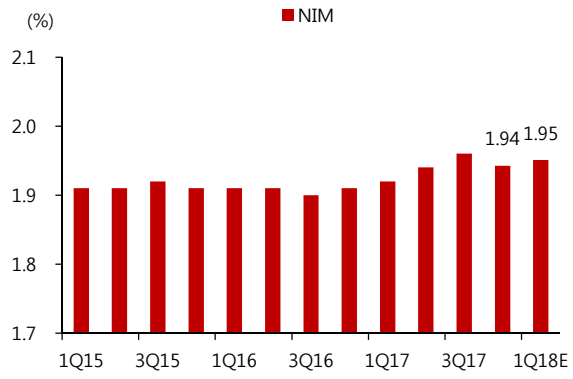
자료: FnGuide, SK 증권

기업은행의 연간 지배주주 순이익 컨센서스 변화



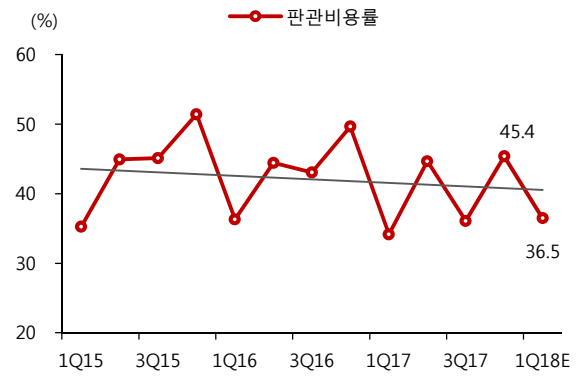
자료: FnGuide, SK 증권

기업은행의 순이자마진 추이 및 전망



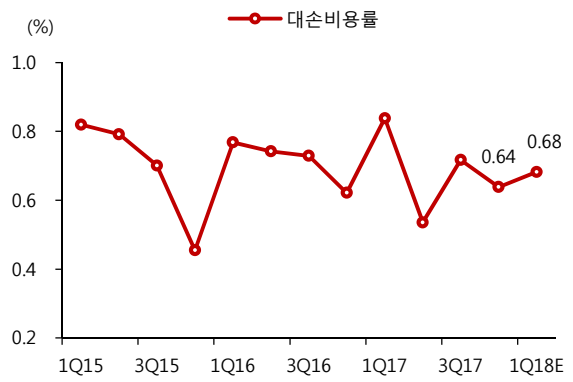
자료: 기업은행 SK 증권

기업은행의 판관비용률 추이 및 전망



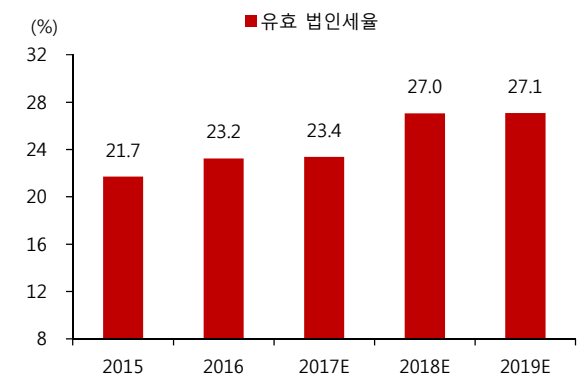
자료: 기업은행 SK 증권
 주: 점선은 희망퇴직 제거한 기준

기업은행의 대손비용률 추이 및 전망



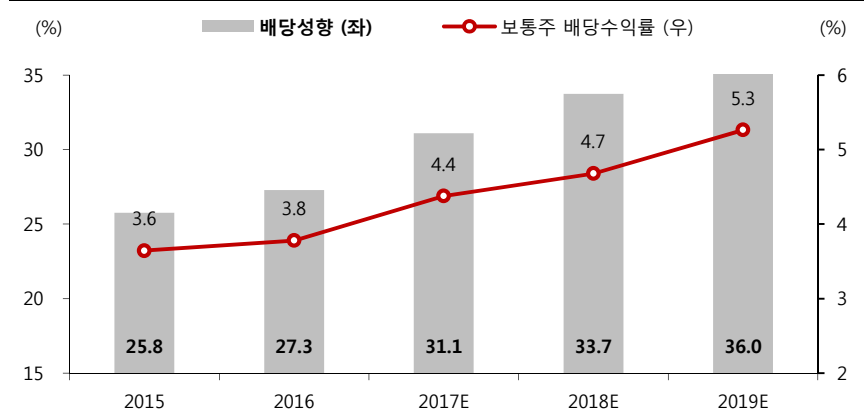
자료: 기업은행 SK 증권

기업은행의 유효 법인세율 추이 및 전망



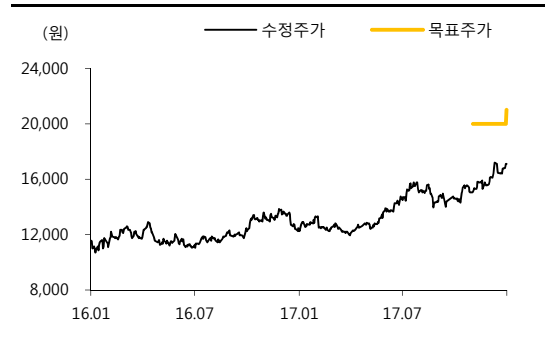
자료: 기업은행 SK 증권

기업은행의 배당지표 추이 및 전망



자료: WiseFn, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.15	매수	21,000원	6개월		
2017.11.16	매수	20,000원	6개월	-19.45%	-14.00%



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 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 15일 기준)

매수	89.33%	중립	10.67%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
현금및예치금	10,018	11,699	12,418	13,083	13,726
유가증권	37,073	37,230	44,675	46,463	49,250
대출채권	184,892	195,236	207,234	218,336	229,054
대손충당금	2,509	2,490	2,480	2,547	2,619
유형자산	2,464	2,856	3,031	3,194	3,350
무형자산	303	258	233	243	252
기타자산	7,603	12,062	7,524	8,470	8,328
자산총계	239,843	256,851	272,636	287,242	301,341
예수부채	95,285	103,984	110,072	116,064	121,775
차입부채	111,805	117,534	123,299	130,012	136,409
차입금	27,548	26,640	28,769	30,755	33,183
사채	84,257	90,894	94,530	99,256	103,227
기타금융업부채	2,724	3,610	3,821	4,030	4,227
기타부채	12,735	13,676	15,590	16,468	17,209
부채총계	222,549	238,804	252,782	266,573	279,621
지배주주지분	17,203	17,950	19,751	20,561	21,607
자본금	3,272	3,290	3,290	3,290	3,290
신종자본증권	1,399	1,398	2,032	1,832	1,832
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	13,182	14,192	15,239
비지배주주지분	91	97	104	108	113
자본총계	17,294	18,047	19,854	20,668	21,721
부채및자본총계	239,843	256,851	272,636	287,242	301,341

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
대출채권	9.5	5.6	6.1	5.4	4.9
총자산	9.1	7.1	6.1	5.4	4.9
예수부채	11.5	9.1	5.9	5.4	4.9
차입부채	6.1	5.1	4.9	5.4	4.9
총부채	9.0	7.3	5.9	5.5	4.9
총자본	10.5	4.4	10.0	4.1	5.1
일반영업이익	4.6	4.5	11.5	6.0	6.1
순이자손익	2.7	5.4	7.8	7.5	6.0
판매관리비	4.5	2.8	2.8	6.0	6.0
총전영업이익	4.6	5.8	18.2	6.0	6.2
영업이익	8.0	2.2	33.3	6.6	5.4
세전이익	9.4	3.2	31.6	7.6	5.4
지배주주순이익	11.3	1.3	31.6	2.4	5.4

자료: SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
일반영업이익	4,778	4,991	5,567	5,899	6,261
순이자손익	4,631	4,883	5,263	5,657	5,998
이자수익	7,987	7,779	8,069	8,685	9,374
이자비용	3,356	2,896	2,806	3,027	3,376
순수수료손익	406	375	439	459	477
수수료수익	772	774	876	913	950
수수료비용	367	399	437	454	473
금융상품관련손익	277	229	341	310	316
기타영업이익	-536	-496	-477	-527	-530
판매관리비	2,097	2,155	2,215	2,348	2,489
총전영업이익	2,681	2,837	3,352	3,551	3,771
대손충당금전입액	1,181	1,304	1,308	1,374	1,477
영업이익	1,500	1,533	2,043	2,177	2,294
영업외이익	-30	-15	-47	-29	-30
세전이익	1,469	1,517	1,997	2,148	2,264
법인세비용	319	353	467	581	613
당기순이익	1,151	1,165	1,530	1,567	1,651
지배주주지분당기순이익	1,143	1,158	1,523	1,560	1,643

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
순이자마진율	1.91	1.91	1.94	1.96	1.98
판매비용률	43.9	43.2	39.8	39.8	39.8
대손비용률	0.69	0.72	0.68	0.68	0.69
수익성 (%)					
ROE	6.9	6.6	8.0	7.7	7.8
ROA	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,975	1,983	2,595	2,645	2,777
수정 EPS	1,880	1,887	2,498	2,542	2,682
보통주 BPS	26,289	27,282	30,019	31,249	32,840
수정 BPS	26,289	27,282	30,019	31,249	32,840
보통주 DPS	450	480	720	800	900
기타 지표					
보통주 PER (X)	6.3	6.4	6.3	6.5	6.2
수정 PER (X)	6.6	6.7	6.6	6.7	6.4
보통주 PBR (X)	0.47	0.47	0.55	0.55	0.52
수정 PBR (X)	0.47	0.47	0.55	0.55	0.52
배당성장률 (%)	25.8	27.3	31.1	33.7	36.0
보통주 배당수익률 (%)	3.6	3.8	4.4	4.7	5.3