

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경회

kh.koo@skse.co.kr

02-3773-9083

Company Data

자본금	985 십억원
발행주식수	19,698 만주
자사주	264 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,076 십억원
주요주주	
삼양사(외3)	10.60%
Jubilee Asia B.V.	6.88%
외국인지분율	40.90%
배당수익률	3.30%

Stock Data

주가(19/10/14)	5,460 원
KOSPI	2067.4 pt
52주 Beta	0.59
52주 최고가	6,300 원
52주 최저가	5,310 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.7%	-6.5%
6개월	-4.0%	3.7%
12개월	-5.0%	-0.7%

JB 금융지주 (175330/KS | 매수(신규편입) | T.P 7,400 원(신규편입))

배당 확대의 여지가 큰 지방은행 지주회사

지난 외형 성장 과정에서 항상 자본적정성에 대한 우려가 있었으나, 2017년부터 선순환 구조에 진입하면서 최근 자본비율에 숨통이 트임. 2021년에는 배당성향이 지방은행 평균인 20% 수준에 도달하면서 배당수익률이 크게 상승할 전망. 목표주가 7,400 원과 '매수' 의견 제시. 중소형 은행주 중 Top Pick

M&A를 통한 성장 과정에서 항상 자본적정성에 대한 우려가 있었음

JB 우리캐피탈, 광주은행 인수로 외형 및 자본, 이익 규모가 크게 확대되었음에도 불구하고 상장 은행지주회사 중에서는 가장 작은 기업이다. M&A를 통해 성장하다 보니 수 차례 증자에도 불구하고 항상 자본적정성에 대한 우려를 받아왔다. 그 동안 업계에서 가장 낮은 수준의 배당성향을 기록한 것은 이런 이유에서다.

배당성향 올려도 자본적정성 개선 추세는 지속될 것

하지만 2017년부터 경영이 본 궤도에 오르면서 자본적정성이 개선되는 선순환 구조에 진입했다. 2019년 6월 기준 보통주자본비율이 9.6%로 상승했으며, 장기적으로 내부등급법을 적용하면 추가 상승할 가능성이 높다. 주요 주주들은 배당 확대를 반기고 있어 향후 배당성향이 올라갈 가능성이 높다. 배당성향이 타 지방은행지주 수준인 20% 내외로만 상승해도 현 주가 기준 배당수익률은 업종내 최고 수준으로 상승할 수 있다.

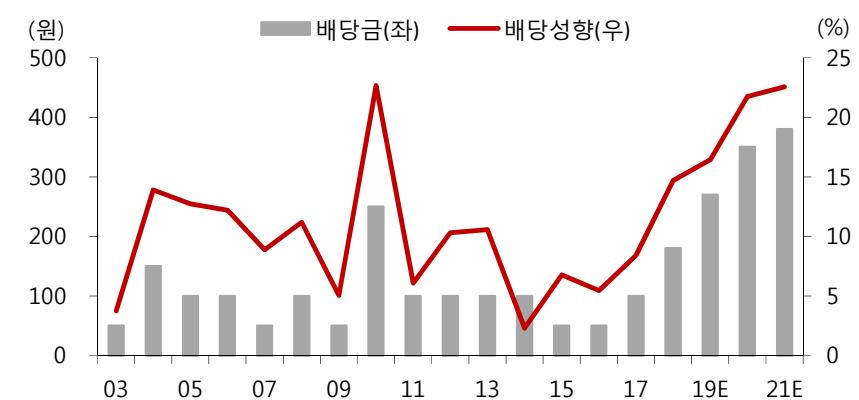
목표주가 7,400 원과 '매수' 의견 제시. 중소형 은행주 중 Top Pick

2021년 예상 배당금 380 원에 5.1%의 적정 배당수익률을 적용한 7,400 원의 목표주가를 제시하면서 '매수' 의견을 제시한다. 중소형 은행주 중 Top Pick이다.

영업실적 및 투자지표

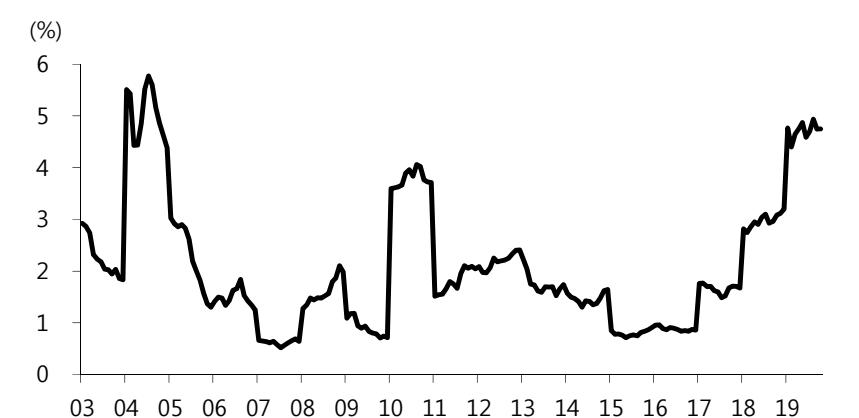
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	십억원	1,012	1,052	1,250	1,264	1,308	1,380
YoY	%	12.1	3.9	18.9	1.1	3.5	5.4
영업이익	십억원	253	348	417	462	457	477
YoY	%	28.7	37.7	19.8	10.8	-1.0	4.4
지배주주순이익	십억원	143	185	242	324	317	332
YoY	%	24.4	29.7	30.5	34.0	-2.1	4.7
영업이익/총영업이익	%	25.0	33.1	33.3	36.5	34.9	34.6
총영업이익/자산	%	24	23	2.6	2.7	2.7	2.6
수정 ROE	%	7.5	3.5	9.6	11.0	9.8	9.5
ROA	%	0.33	0.57	0.68	0.74	0.70	0.69
배당성향	%	5.4	8.4	14.7	16.4	20.5	22.6
수정 EPS	원	918	486	1,226	1,643	1,609	1,685
BPS	원	13,376	14,343	14,132	15,678	17,020	18,379
주당배당금	원	50	100	180	270	330	380
수정 PER	배	6.2	12.4	4.9	3.3	3.4	3.2
PBR	배	0.42	0.42	0.43	0.35	0.32	0.30
배당수익률	%	0.9	1.7	3.0	4.9	6.0	7.0

JB 금융지주의 배당금과 배당성향 추이



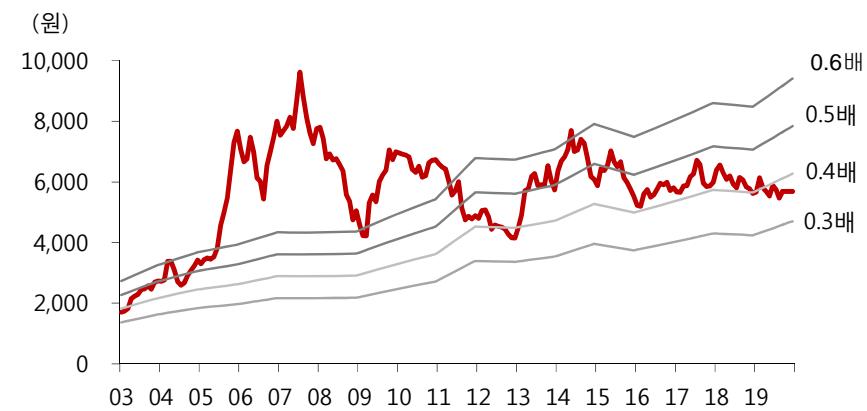
자료: JB 금융지주, SK 증권 추정

JB 금융지주의 배당수익률 추이

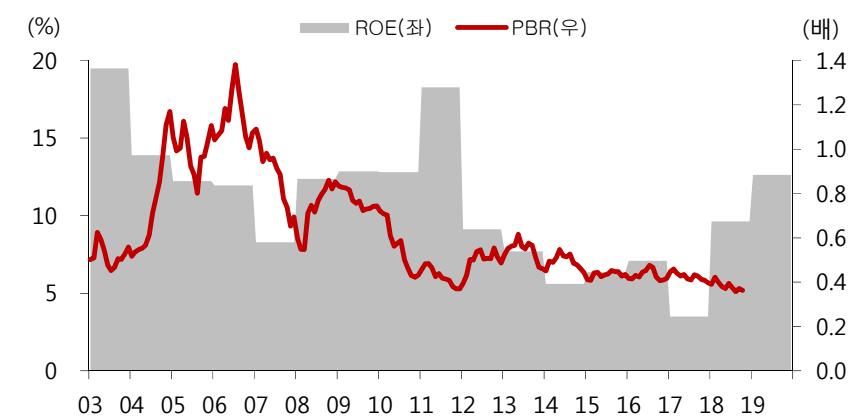


자료: JB 금융지주, SK 증권 추정

JB 금융지주의 주가와 PBR 밴드



자료: JB 금융지주, SK 증권 추정

JB 금융지주의 ROE 와 PBR (분기말 Forward) 추이

자료 JB 금융지주, SK 증권 추정

JB 금융지주 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = D_1 / (K_e - g)$$

$$K_e = R_f + \text{Risk Premium}$$

- D_1 은 2021년 예상 배당금 380 원
- g 는 영구 배당성장을 → 국내 TIPs Premium 0.7%
- R_f 는 국고채수익률 10년물 평균인 1.4%
- β 는 2000년 이후 배당수익률의 변동성을 고려 → 1.70 적용
- K_e 는 Risk Premium 계산 모델 3개를 평균 → 5.8%
 - 1) Macro Model → 3.8%
 - 2) 현재 주가를 역산한 모델 → 8.2%
 - 3) 업종배당수익률+영구 배당성장을 → 5.4%

$$\Rightarrow 380 원 / (5.8\% - 0.7\%) \approx 7,400 원$$

자료 SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금및예치금	2,245	2,346	2,171	2,353	2,549
유기증권	4,892	6,241	6,545	7,087	7,674
대출채권	38,122	36,915	37,759	40,050	42,440
대손충당금	252	317	320	324	327
유형자산	464	414	461	507	557
무형자산	186	172	0	0	0
기타자산	1,685	1,788	687	740	793
자산총계	47,594	46,780	47,623	50,736	54,012
예수부채	34,539	33,994	34,093	36,488	38,879
차입성부채	8,753	8,029	8,320	8,649	8,911
기타금융부채	1	0	1	1	1
비자기부채	1,213	1,298	1,163	1,199	1,237
부채총계	44,507	43,322	43,577	46,337	49,028
지배주주지분	2,429	3,132	3,675	3,940	4,208
자본금	777	985	985	985	985
신종자본증권	200	348	603	603	603
자본잉여금	523	706	705	705	705
이익잉여금	956	1,162	1,440	1,705	1,973
기타자본	-27	-69	-58	-58	-58
비지배주주지분	657	327	355	384	414
자본총계	3,086	3,458	4,030	4,324	4,622

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	1,052	1,250	1,264	1,308	1,380
이자이익	1,162	1,254	1,236	1,306	1,379
이자수익	1,774	1,927	1,906	2,000	2,115
이자비용	612	673	670	694	736
비이자이익	-15	-3	27	2	1
금융상품관련손익	57	22	18	14	14
수수료이익	13	10	52	41	43
보험손익	0	0	0	0	0
기타이익	-85	-35	-43	-53	-56
신용충당금비용	176	180	140	162	184
일반관리비	626	654	662	690	719
종업원관련비용	333	356	364	376	388
기타 판관비	293	298	298	314	331
영업이익	348	417	462	457	477
영업외이익	-3	-0	1	0	0
세전이익	345	416	463	457	477
법인세비용	81	95	112	111	115
법인세율 (%)	(23.4)	(22.9)	(24.1)	(24.2)	(24.2)
당기순이익	264	321	351	346	362
지배주주순이익	185	242	324	317	332
비지배지분순이익	79	79	29	30	30

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성 지표					
수정ROE	3.5	9.6	11.0	9.8	9.5
ROA	0.57	0.68	0.74	0.70	0.69
NIM (순이자마진)	2.26	2.43	2.49	2.49	2.45
대손비용률	0.46	0.47	0.37	0.41	0.44
Cost-Income Ratio	59.6	52.3	52.4	52.7	52.1
ROA Breakdown					
총영업이익	2.25	2.65	2.68	2.66	2.63
이자이익	2.49	2.66	2.62	2.66	2.63
비이자이익	-0.24	-0.01	0.06	0.00	0.00
신용충당금비용	-0.38	-0.38	-0.30	-0.33	-0.35
일반관리비	-1.34	-1.39	-1.40	-1.40	-1.37
총영업이익 구성비					
이자이익	110.5	100.3	97.8	99.8	100.0
비이자이익	-1.4	-0.3	2.2	0.2	0.0
수수료이익	1.3	0.8	4.1	3.1	3.1
기타	-2.7	-1.1	-2.0	-3.0	-3.0
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	8.6	9.0	9.5	9.7	9.9
Total BIS비율	12.2	13.9	14.1	14.3	14.5
NPL비율	0.96	0.92	0.80	0.83	0.88
총당금/NPL 비율	67.9	92.4	106.8	110.3	110.0

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	3.9	-1.7	1.8	6.5	6.5
대출증가율	7.3	-5.2	2.3	6.0	5.9
부채증가율	3.9	-2.7	0.6	6.3	5.8
BPS증가율	7.2	-1.5	10.9	8.6	8.0
총영업이익증가율	3.9	18.9	1.1	3.5	5.4
이자이익증가율	14.1	7.8	-1.4	5.7	5.5
비이자이익증가율	적전	적지	흑전	-92.7	-66.4
일반관리비증가율	6.2	4.4	1.2	4.2	4.2
지배주주순이익증가율	29.7	30.5	34.0	-2.1	4.7
수정EPS증가율	-47.0	152.2	34.0	-2.1	4.7
배당금증가율	100.0	80.0	50.0	22.2	15.2
주당 지표 (원)					
EPS	1,191	1,226	1,643	1,609	1,685
수정EPS	486	1,226	1,643	1,609	1,685
BPS	14,343	14,132	15,678	17,020	18,379
주당배당금	100	180	270	330	380
배당성향 (%)	8.4	14.7	16.4	20.5	22.6
Valuation 지표					
수정PER(배)	12.4	4.9	3.3	3.4	3.2
PBR(배)	0.42	0.43	0.35	0.32	0.30
배당수익률 (%)	1.7	3.0	4.9	6.0	7.0

자료: JB 금융지주, SK 증권 추정