

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경희

kh.koo@sk.com

02-3773-9083

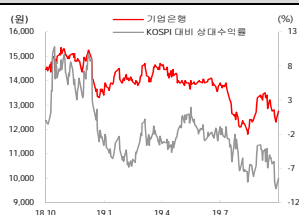
Company Data

자본금	3,365 십억원
발행주식수	61,979 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	7,359 십억원
주요주주	
대한민국정부(기획재정부)(외2)	56.53%
국민연금공단	7.91%
외국인지분률	21.90%
배당수익률	5.40%

Stock Data

주가(19/10/14)	12,750 원
KOSPI	2067.4 pt
52주 Beta	0.65
52주 최고가	15,350 원
52주 최저가	11,800 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.1%	-5.0%
6개월	-13.3%	-6.3%
12개월	-11.8%	-7.7%

기업은행 (024110/KS | 중립(신규편입) | T.P 14,000 원(신규편입))

당분간 이익 및 배당의 정체 가능성 있음

중소기업 위주의 대출 포트폴리오를 가진 특수은행으로, 과거보다 타 은행들과의 배당 격차가 축소되었음. 2020년까지 이익 및 배당이 정체될 전망. 14,000 원의 목표주가와 '중립' 의견을 제시

중소기업 위주의 대출 포트폴리오를 가진 특수은행

기업은행은 상장은행 중 유일하게 정부가 대주주인 은행이다. 중소기업 금융을 위한 특수은행이라는 특성상 여전히 중소기업대출 위주의 대출 포트폴리오를 갖고 있다. 일반 은행과 달리 예금보다는 은행채 발행을 통한 자금조달 비중이 높은 특징도 있다.

과거에 비해서는 타 은행들과의 배당 격차가 축소

정부 지분이 높아 고배당에 대한 여론 부담감이 작다는 점은 강점이다. 타 은행들에 비해 배당성향이 높은 수준을 유지한 결과 2016년 이후 27% 내외의 배당성향을 기록했다. 과거에는 타 은행들에 비해 월등히 높은 배당수익률을 보여왔으나, 최근에는 타 은행들의 배당수익률 상승으로 특별히 차별화되어 있지는 않다.

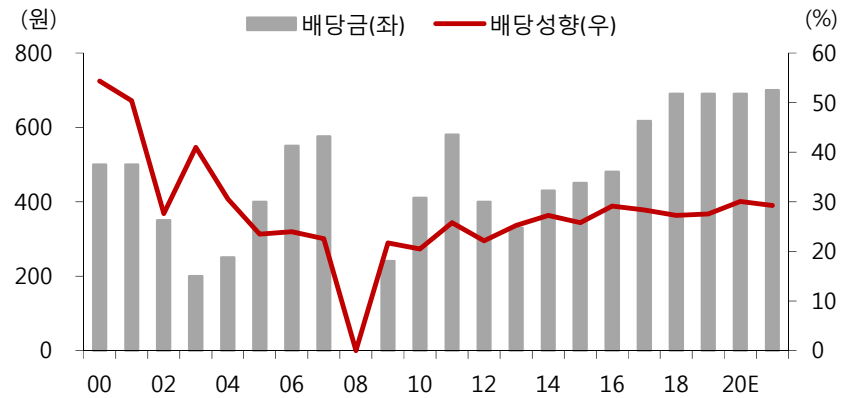
2020년까지 이익 및 배당이 정체될 전망

2018년 실적 호전 이후 2019~2020년에는 이익이 정체될 것으로 예상된다. 순이자마진 감소의 영향이 크며 비이자이익의 추세도 감소할 전망이다. 2021년까지 배당금은 정체될 가능성이 높다. 14,000 원의 목표주가와 '중립' 의견을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

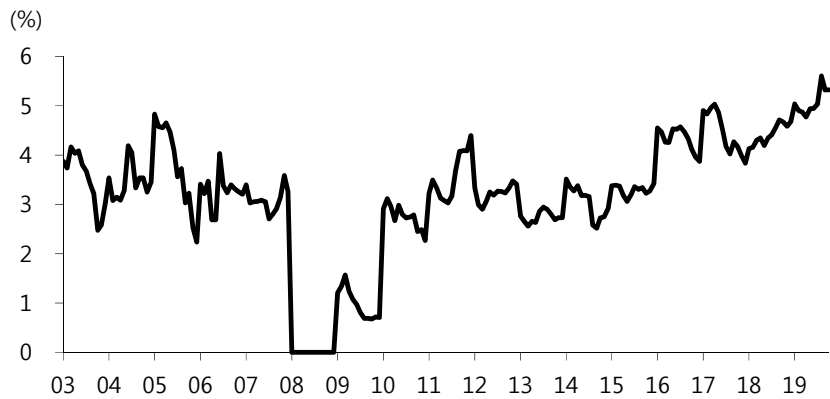
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	십억원	4,940	5,648	6,212	6,160	6,417	6,751
YoY	%	2.3	14.3	10.0	-0.8	4.2	5.2
영업이익	십억원	1,533	2,028	2,396	2,406	2,405	2,534
YoY	%	2.1	32.3	18.1	0.4	-0.0	5.4
지배주주순이익	십억원	1,158	1,501	1,754	1,762	1,749	1,842
YoY	%	1.3	29.7	16.8	0.4	-0.7	5.3
영업이익/총영업이익	%	31.0	35.9	38.6	39.1	37.5	37.5
총영업이익/자산	%	2.0	2.1	2.2	2.1	2.0	2.0
수정 ROE	%	7.1	8.9	9.7	9.1	8.5	8.4
ROA	%	0.47	0.57	0.63	0.59	0.55	0.54
배당성향	%	27.3	27.0	25.9	26.7	26.9	25.6
수정 EPS	원	1,759	2,283	2,666	2,618	2,599	2,737
BPS	원	25,156	26,850	28,272	29,860	31,758	33,796
주당배당금	원	480	617	690	700	700	700
수정 PER	배	6.9	6.1	5.9	4.9	4.9	4.7
PBR	배	0.48	0.52	0.55	0.43	0.40	0.38
배당수익률	%	4.0	4.4	4.4	5.5	5.5	5.5

기업은행의 배당금과 배당성향 추이



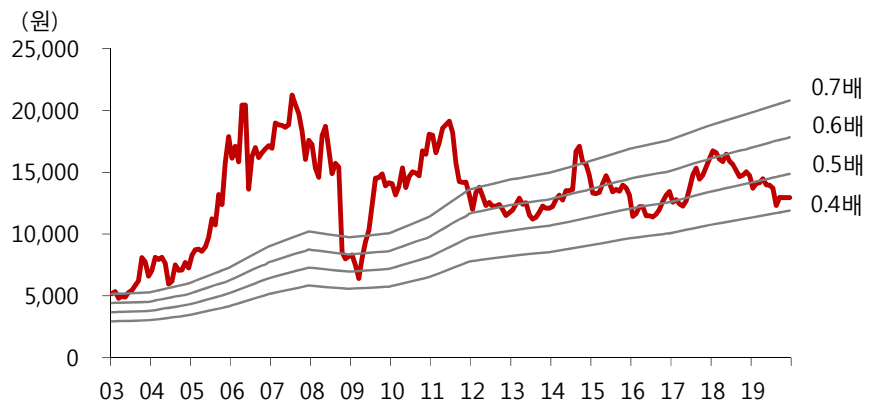
자료: 기업은행 SK 증권 추정

기업은행의 배당수익률 추이



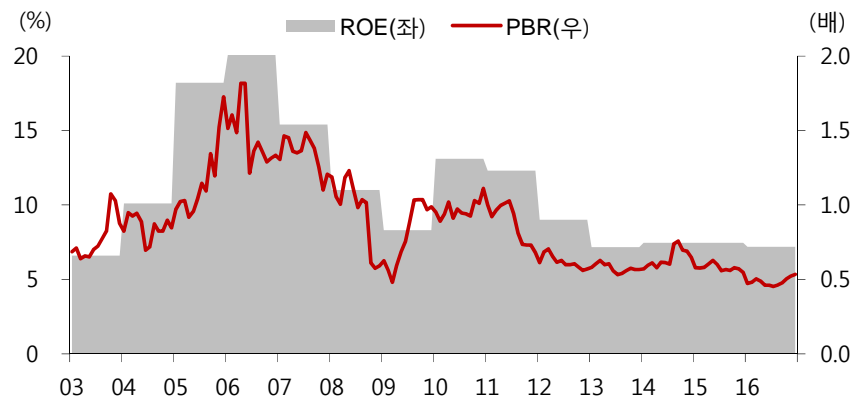
자료: 기업은행 SK 증권 추정

기업은행의 주가와 PBR 밴드



자료: 기업은행 SK 증권 추정

기업은행의 ROE와 PBR (분기말 Forward) 추이



자료: 기업은행, SK 증권 추정

기업은행 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = D1 / (K_e - g)$$

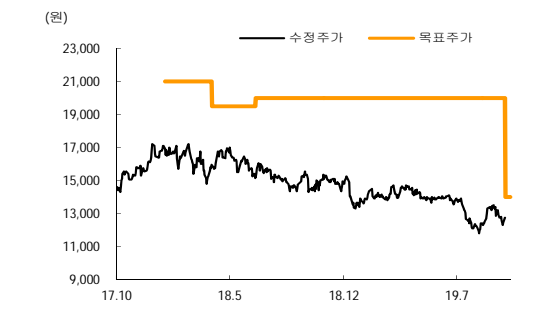
$$K_e = R_f + \text{Risk Premium}$$

- D1은 2021년 예상 배당금 700원
- g는 영구 배당성장률 → 0%
- Rf는 국고채수익률 10년물 평균인 1.4%
- β는 2000년 이후 배당수익률의 변동성을 고려 → 1.40 적용
- Ke는 Risk Premium 계산 모델 3개를 평균 → 5.03%
 - 1) Macro Model → 3.4%
 - 2) 현재 주가를 역산한 모델 → 7.0%
 - 3) 업종배당수익률+영구 배당성장률 → 4.7%

$$\Rightarrow 700 \text{ 원} / (5.0\% - 0\%) \approx 14,000 \text{ 원}$$

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.15 (담당자 교체)	중립	14,000원	6개월		
2019.04.26	매수	20,000원	6개월	-29.05%	-19.75%
2019.02.12	매수	20,000원	6개월	-26.70%	-19.75%
2019.01.14	매수	20,000원	6개월	-26.00%	-19.75%
2018.11.29	매수	20,000원	6개월	-25.37%	-19.75%
2018.10.26	매수	20,000원	6개월	-24.65%	-19.75%
2018.10.01	매수	20,000원	6개월	-24.57%	-19.75%
2018.07.27	매수	20,000원	6개월	-24.12%	-19.75%
2018.07.04	매수	20,000원	6개월	-21.65%	-19.75%
2018.04.27	매수	19,500원	6개월	-17.08%	-12.82%
2018.04.13	매수	19,500원	6개월	-17.23%	-14.10%
2018.02.12	매수	21,000원	6개월	-22.60%	-18.10%



Compliance Notice

- 작성자(구경희)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 기관투자가 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 (2019년 10월 15일 기준)

매수	90.91%	중립	9.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금및예치금	12,906	14,628	13,278	14,274	15,344
유가증권	48,145	51,144	58,088	62,085	66,988
대출채권	202,916	214,523	228,157	239,864	253,956
대손충당금	2,318	2,573	2,641	2,909	3,191
유형자산	1,970	1,949	2,225	2,413	2,616
무형자산	214	191	300	312	325
기타자산	7,919	7,075	9,395	9,917	10,474
자산총계	274,070	289,509	311,144	328,552	349,379
예수부채	112,591	109,556	114,301	120,343	128,733
차입성부채	121,540	138,030	149,342	158,185	167,884
기타금융부채	3,725	3,462	3,325	3,508	3,781
비이자부채	16,412	17,367	21,101	22,159	23,249
부채총계	254,268	268,415	288,069	304,194	323,646
지배주주지분	19,697	20,983	22,948	24,226	25,597
자본금	3,290	3,290	3,365	3,365	3,365
신종자본증권	2,032	2,381	2,730	2,730	2,730
자본잉여금	559	551	677	677	677
이익잉여금	13,156	14,253	15,558	16,836	18,207
기타자본	661	508	618	618	618
비지배주주지분	104	111	127	131	136
자본총계	19,802	21,094	23,075	24,357	25,733

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	5,648	6,212	6,160	6,417	6,751
이자이익	5,260	5,632	5,806	6,071	6,393
이자수익	8,076	9,041	9,613	10,065	10,620
이자비용	2,816	3,408	3,807	3,994	4,228
비이자이익	388	580	354	345	358
금융상품관련손익	-97	685	460	450	460
수수료이익	407	451	460	474	488
보험손익	0	-102	-106	-110	-112
기타이익	77	-454	-459	-468	-478
신용충당금비용	1,431	1,517	1,209	1,339	1,411
일반관리비	2,189	2,299	2,545	2,672	2,806
총업권관련비용	1,241	1,334	1,401	1,471	1,545
기타 판관비	947	965	1,144	1,201	1,262
영업이익	2,028	2,396	2,406	2,405	2,534
영업외이익	-75	3	18	0	0
세전이익	1,954	2,399	2,424	2,405	2,534
법인세비용	445	412	654	651	687
법인세율 (%)	(0.0)	(17.2)	(27.0)	(27.1)	(27.1)
당기순이익	1,509	1,764	1,770	1,753	1,847
지배주주 순이익	1,501	1,754	1,762	1,749	1,842
비지배주주 순이익	7	10	8	5	5

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성 지표					
수정ROE	8.9	9.7	9.1	8.5	8.4
ROA	0.57	0.63	0.59	0.55	0.54
NIM (순이자마진)	1.94	1.95	1.88	1.85	1.84
대손비용률	0.72	0.72	0.54	0.57	0.56
Cost-Income Ratio	38.7	37.0	41.3	41.6	41.6
ROA Breakdown					
총영업이익	2.13	2.20	2.05	2.01	1.99
이자이익	1.98	2.00	1.93	1.90	1.89
비이자이익	0.15	0.21	0.12	0.11	0.11
신용충당금비용	-0.54	-0.54	-0.40	-0.42	-0.42
일반관리비	-0.82	-0.82	-0.85	-0.84	-0.83
총영업이익 구성비					
이자이익	93.1	90.7	94.2	94.6	94.7
비이자이익	6.9	9.3	5.8	5.4	5.3
수수료이익	7.2	7.3	7.5	7.4	7.2
기타	-0.3	2.1	-1.7	-2.0	-1.9
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	11.6	11.9	12.2	12.1	12.0
Total BIS비율	14.2	14.5	14.4	14.3	14.2
NPL비율	1.36	1.32	1.20	1.31	1.33
총당금/NPL 비율	83.6	92.1	95.8	92.0	90.2

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	6.7	5.6	7.5	5.6	6.3
대출증가율	5.4	5.8	6.3	5.2	5.9
부채증가율	6.5	5.6	7.3	5.6	6.4
BPS증가율	6.7	5.3	5.6	6.4	6.4
총영업이익증가율	14.3	10.0	-0.8	4.2	5.2
이자이익증가율	7.7	7.1	3.1	4.6	5.3
비이자이익증가율	587.0	49.4	-38.9	-2.6	3.7
일반관리비증가율	1.6	5.0	10.7	5.0	5.0
지배주주순이익증가율	29.7	16.8	0.4	-0.7	5.3
수정EPS증가율	29.8	16.8	-1.8	-0.7	5.3
배당금증가율	28.5	11.8	1.4	0.0	0.0
주당 지표 (원)					
EPS	2,283	2,666	2,618	2,599	2,737
수정EPS	2,283	2,666	2,618	2,599	2,737
BPS	26,850	28,272	29,860	31,758	33,796
주당배당금	617	690	700	700	700
배당성향 (%)	27.0	25.9	26.7	26.9	25.6
Valuation 지표					
수정PER(배)	6.1	5.9	4.9	4.9	4.7
PBR(배)	0.52	0.55	0.43	0.40	0.38
배당수익률 (%)	4.4	4.4	5.5	5.5	5.5

자료: 기업은행 SK 증권 추정