

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경회

kh.koo@sks.co.kr

02-3773-9083

Company Data

자본금	41,832 억원
발행주식수	79,179 만주
자사주	4,485 만주
액면가	5,000 원
시가총액	60,792 억원
주요주주	
대한민국정부	63.47%
국민연금공단	5.87%
외국인지분률	10.40%
배당수익률	8.30%

Stock Data

주가(21/02/05)	8,230 원
KOSPI	3,120.63 pt
52주 Beta	1.06
52주 최고가	10,900 원
52주 최저가	5,870 원
60일 평균 거래대금	265 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.9%	-10.3%
6개월	-1.1%	-27.0%
12개월	-23.1%	-46.3%

기업은행 (024110/KS | 중립(유지) | T.P 9,000 원(하향))

실적은 양호했으나 업종 전반적으로 배당 전망 불확실

4Q20 지배주주순이익은 3,579 억원으로 시장 예상치(컨센서스 2,580 억원)를 크게 상회. 만약 2021 년 실적에 불확실성이 생긴다면 대손비용이 변수가 될 것. 2021 년 순이익 추정치를 1 조 5,560 억원으로 6% 상향조정하지만, 여느 때에 비해 실적의 불확실성은 높은 편. 금감원의 배당 축소 권고 대상에 포함되지는 않지만, 장기적인 배당 불확실성 감안하여 목표주가 9,000 원으로 하향조정

4Q20 실적은 시장 예상치를 상회하는 양호한 실적 기록

4Q20 지배주주순이익은 3,579 억원으로 시장 예상치(컨센서스 2,580 억원)를 크게 상회했다. 증시 호조세로 비이자이익이 예상보다 크게 늘어났기 때문이다. 외형 증가로 전분기보다 이자이익은 늘어났으나 순이자마진(NIM)은 1.46%로 전분기대비 2bps 하락했다. 2020 년 분기별로 순이자마진 하락 폭이 커, 향후 순이자마진이 확대되더라도 2021 년 연간 순이자마진은 전년대비 낮을 것으로 보인다.

만약 2021 년 실적에 불확실성이 생긴다면 대손비용이 변수가 될 것

만약 2021 년 손익에 가장 큰 변수가 생긴다면, 그 것은 대손비용이 될 것이다. 현재로서는 2021 년 경제성장률이 회복되면서 중소기업 섹터의 건전성에 큰 문제는 없을 것으로 보는 것이 컨센서스다. 하지만 이번 경기 Cycle에는 이자유예, 양극화 등 여러 요인으로 자산건전성이 경기에 후행할 수도 있다. 2021 년 순이익 추정치를 1 조 5,560 억원으로 6% 상향조정하지만, 여느 때에 비해 실적의 불확실성은 높은 편이다.

장기적인 배당 불확실성 감안하여 목표주가 9,000 원으로 하향조정

기업은행은 국책은행이어서 금감원의 배당 축소 권고 대상에 포함되지 않는다. 그럼에도 불구하고 과연 배당성향을 더 높일 수 있을지는 불확실하다. 앞으로도 정책적인 역할을 중시할 가능성이 있기 때문이다. 장기 배당성향 기대치를 35%에서 30%로 낮추면서 목표주가를 10,000 원에서 9,000 원으로 하향조정한다. 기존의 '중립' 의견을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
총영업이익	억원	5,648	6,212	6,184	6,116	6,502	6,884
YoY	%	14.3	10.0	-0.5	-1.1	6.3	5.9
영업이익	억원	2,028	2,396	2,246	2,158	2,169	2,264
YoY	%	32.3	18.1	-6.3	-3.9	0.5	4.4
지배주주순이익	억원	1,501	1,754	1,618	1,536	1,556	1,632
YoY	%	29.7	16.8	-7.8	-5.1	1.3	4.9
영업이익/총영업이익	%	35.9	38.6	36.3	35.3	33.4	32.9
총영업이익/자산	%	2.1	2.2	2.0	1.8	1.7	1.7
수정ROE	%	8.9	9.7	8.4	7.3	7.0	6.9
ROA	%	0.57	0.63	0.54	0.46	0.42	0.41
배당성향	%	27.0	25.9	28.0	25.2	24.9	25.9
수정EPS	원	2,283	2,666	2,397	2,171	2,208	2,316
BPS	원	26,850	28,272	29,352	26,097	27,493	28,981
주당배당금	원	617	690	670	550	550	600
수정PER	배	6.1	5.9	5.6	4.0	3.7	3.6
PBR	배	0.52	0.55	0.45	0.33	0.30	0.28
배당수익률	%	4.4	4.4	5.0	6.3	6.7	7.3

2020년 4분기 기업은행 연결실적 요약

(십억원)	4Q20 실적			전년동기실적	
	잠정치	SK 추정치	컨센서스	4Q19	YoY
총영업이익	1,576	1,432	-	1,484	6.2
이자이익	1,412	1,405	-	1,428	-1.1
비이자이익	164	27	-	56	191.3
판관비	624	634	-	614	1.6
대손비용	398	459	-	455	-12.5
영업이익	553	338	373	415	33.4
지배주주순이익	358	232	258	257	39.1

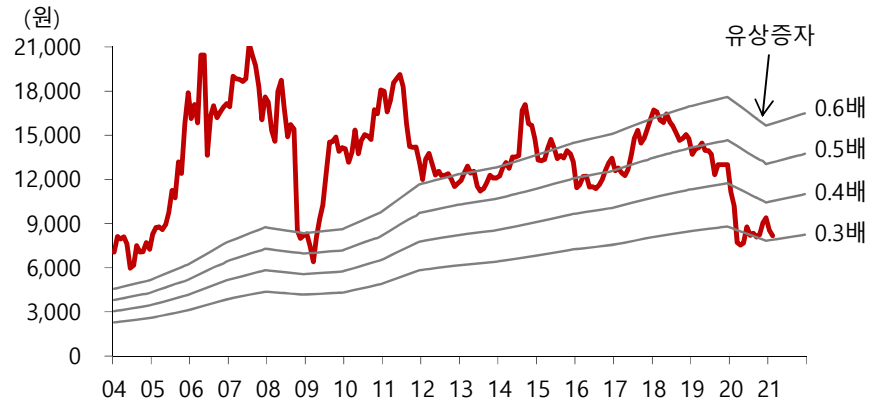
자료: 기업은행, SK 증권

기업은행에 대한 실적 추정치 변경 내용

(십억원)	변경된 추정치		기존 추정치		시장 컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
총영업이익	6,502	6,884	6,295	6,646	-	-
영업이익	2,169	2,264	2,005	2,074	1,971	2,103
지배주주순이익	1,556	1,632	1,462	1,516	1,472	1,557
수정 ROE(%)	7.0	6.9	6.5	6.4	-	-
주당배당금(원)	550	600	575	600	-	-

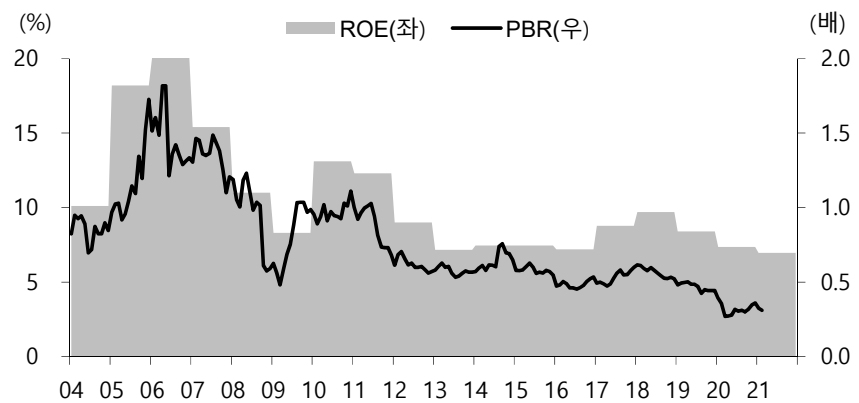
자료: 기업은행, SK 증권

기업은행의 주가와 PBR 밴드



자료: 기업은행, SK 증권

기업은행의 ROE와 PBR 추이



자료: 기업은행, SK 증권

기업은행 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = \text{Target PBR} \times \text{BPS}$$

$$\text{Target PBR} = \text{ROE} / (\text{Ke} - g)$$

$$\text{Ke} = \text{Rf} + (\beta \times \text{Market Risk Premium})$$

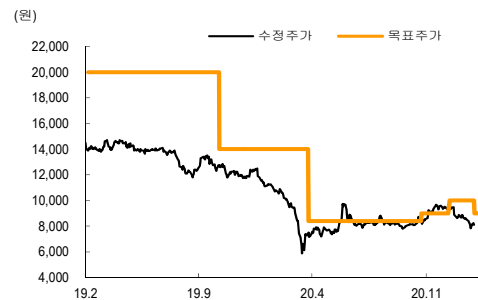
- ROE = 2021~2022 년 예상치에 장기 배당성향 기대치를 30% (기존 35%에서 하향조정)로 적용하여 계산된 '배당가능 ROE' 2.1%를 적용
- g 는 영구배당성장률 → 0.6% 가정
- Rf 는 국고채수익률 장기 전망치인 0.9%
- β 는 60 개월 주식베타인 1.21 적용 (타 은행 수준으로 할증 적용)
- BPS(주당순자산가치)는 2021 년 6 월말 예상치 26,618 원 → 시간 경과를 감안해 2020 년말 수치에서 변경
- Risk Premium 다모다란 교수가 제시한 신흥국의 ERP 추정식을 활용 → 4.8%
 - 미국의 Risk Premium 5.02%
 - S&P500 과 KOSPI 의 상대변동성 0.91
 - 한국의 CDS 프리미엄 (0.25%) 등 반영
- $\text{Ke} = 0.9\% + 1.21 \times 4.8 = 6.8\%$

$$\Rightarrow 2.1\% / (6.8\% - 0.6\%) \times 26,618 \text{ 원} \approx 9,000 \text{ 원}$$

(10,000 원에서 하향조정)

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.02.05	중립	9,000원	6개월		
2020.12.21	중립	10,000원	6개월	-13.37%	-5.20%
2020.10.29	중립	9,000원	6개월	1.90%	7.56%
2020.03.31	중립	8,400원	6개월	-3.14%	15.83%
2019.10.16	중립	14,000원	6개월	-22.68%	-8.21%
2019.04.26	매수	20,000원	6개월	-31.78%	-26.50%
2019.02.12	매수	20,000원	6개월	-28.70%	-26.50%



Compliance Notice

- 작성자(구경화)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 3 자에게 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 (2021 년 2 월 5 일 기준)

매수	88.62%	중립	11.38%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
현금및예치금	14,628	11,267	12,838	13,801	14,836
유가증권	51,144	57,894	67,652	73,008	78,795
대출채권	214,523	239,322	268,688	284,679	301,927
대손충당금	2,573	2,705	2,798	3,164	3,563
유형자산	1,949	2,155	2,175	2,358	2,557
무형자산	191	304	285	296	308
기타자산	7,075	7,178	9,979	10,594	11,136
자산총계	289,509	318,120	361,616	384,440	409,251
예수부채	109,556	117,991	140,942	150,916	161,437
차입성부채	138,030	154,738	169,347	179,731	191,013
기타금융부채	3,462	3,240	3,524	3,798	4,094
비이자부채	17,367	19,364	22,661	23,679	25,142
부채총계	268,415	295,333	336,474	358,125	381,687
지배주주지분	20,983	22,671	25,018	26,186	27,431
자본금	3,290	3,376	4,183	4,183	4,183
신종자본증권	2,381	2,730	3,060	3,060	3,060
자본잉여금	551	688	1,145	1,145	1,145
이익잉여금	14,253	15,359	16,159	17,327	18,571
기타자본	508	518	471	471	471
비지배주주지분	111	116	124	129	134
자본총계	21,094	22,787	25,142	26,315	27,565

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
총영업이익	6,212	6,184	6,116	6,502	6,884
이자이익	5,632	5,752	5,615	5,973	6,373
이자수익	9,041	9,489	8,654	8,678	9,240
이자비용	3,408	3,737	3,039	2,704	2,867
비이자이익	580	432	501	529	510
금융상품관련손익	685	529	610	560	560
수수료이익	451	514	564	531	536
보험손익	-102	-117	-127	-134	-137
기타이익	-454	-494	-546	-427	-448
신용충당금비용	1,517	1,530	1,529	1,831	1,992
일반관리비	2,299	2,409	2,430	2,503	2,628
총업원관련비용	1,334	1,225	1,293	1,332	1,398
기타 판관비	965	1,184	1,137	1,171	1,230
영업이익	2,396	2,246	2,158	2,169	2,264
영업외이익	3	13	-71	-30	-20
세전이익	2,399	2,258	2,087	2,139	2,244
법인세비용	412	631	547	578	607
법인세율 (%)	(17.2)	(27.9)	(26.2)	(27.0)	(27.1)
당기순이익	1,764	1,628	1,548	1,560	1,637
지배주주순이익	1,754	1,618	1,536	1,556	1,632
비지배지분순이익	10	9	12	5	5

1.59

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성 지표					
수정ROE	9.7	8.4	7.3	7.0	6.9
ROA	0.63	0.54	0.46	0.42	0.41
NIM (순이자마진)	1.92	1.83	1.55	1.50	1.54
대손비용률	0.72	0.67	0.60	0.65	0.67
Cost-Income Ratio	37.0	39.0	39.7	38.5	38.2
ROA Breakdown					
총영업이익	2.20	2.04	1.80	1.74	1.73
이자이익	2.00	1.89	1.65	1.60	1.61
비이자이익	0.21	0.14	0.15	0.14	0.13
신용충당금비용	-0.54	-0.50	-0.45	-0.49	-0.50
일반관리비	-0.82	-0.79	-0.71	-0.67	-0.66
총영업이익 구성비					
이자이익	90.7	93.0	91.8	91.9	92.6
비이자이익	9.3	7.0	8.2	8.1	7.4
수수료이익	7.3	8.3	9.2	8.2	7.8
기타	2.1	-1.3	-1.0	0.0	-0.4
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	10.2	10.3	10.8	11.0	11.1
Total BIS비율	14.5	14.5	14.5	14.6	14.7
NPL비율	1.32	1.28	1.10	1.15	1.22
충당금/NPL 비율	92.1	89.0	99.1	102.1	102.8

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	5.6	9.9	13.7	6.3	6.5
대출증가율	5.8	11.5	12.2	6.0	6.1
부채증가율	5.6	10.0	13.9	6.4	6.6
BPS증가율	5.3	3.8	-11.1	5.3	5.4
총영업이익증가율	10.0	-0.5	-1.1	6.3	5.9
이자이익증가율	7.1	2.1	-2.4	6.4	6.7
비이자이익증가율	49.4	-25.5	16.0	5.6	-3.5
일반관리비증가율	5.0	4.8	0.9	3.0	5.0
지배주주순이익증가율	16.8	-7.8	-5.1	1.3	4.9
수정EPS증가율	16.8	-10.1	-9.4	1.7	4.9
배당금증가율	11.8	-2.9	-17.9	0.0	9.1
주당 지표 (원)					
EPS	2,666	2,397	2,180	2,208	2,316
수정EPS	2,666	2,397	2,171	2,208	2,316
BPS	28,272	29,352	26,097	27,493	28,981
주당배당금	690	670	550	550	600
배당성향 (%)	25.9	28.0	25.2	24.9	25.9
Valuation 지표					
수정PER(배)	5.9	5.6	4.0	3.7	3.6
PBR(배)	0.55	0.45	0.33	0.30	0.28
배당수익률 (%)	4.4	5.0	6.3	6.7	7.3

자료: 기업은행, KRX, SK 증권 추정