

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경회

kh.koo@sks.co.kr

02-3773-9083

Company Data

| | |
|--------|------------|
| 자본금 | 20,906 억원 |
| 발행주식수 | 41,581 만주 |
| 자사주 | 0 만주 |
| 액면가 | 5,000 원 |
| 시가총액 | 206,449 억원 |
| 주요주주 | |
| 국민연금공단 | 9.93% |
| 자사주 | 6.29% |
| 외국인지분률 | 68.20% |
| 배당수익률 | 4.50% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(21/03/22) | 51,400 원 |
| KOSPI | 3035.46 pt |
| 52주 Beta | 1.19 |
| 52주 최고가 | 52,600 원 |
| 52주 최저가 | 27,650 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 1,191 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|-------|-------|
| 1개월 | 14.0% | 16.6% |
| 6개월 | 31.5% | 4.4% |
| 12개월 | 90.6% | -8.6% |

KB 금융 (105560/KS | 매수(유지) | T.P 64,000 원(상향))

이자부문 수익성 더 개선될 전망

시장금리 상승으로 인한 NIM 확대, 주주환원 기대감 등을 감안해 목표주가를 56,000 원에서 64,000 원으로 상향조정. 2021 년 NIM 추정치를 1.78%에서 1.80%로, 지배주주 순이익 추정치를 3.60 조원에서 3.72 조원으로 각각 변경. 예상 배당금도 2,200 원에서 2,400 원으로 높이면서 목표주가에도 반영. 대형 은행주 중에서 가장 투자 유망하다는 기존 의견을 유지

NIM 확대, 주주환원 기대감 등을 감안해 목표주가 64,000 원으로 상향조정

KB 금융의 목표주가를 56,000 원에서 64,000 원으로 상향조정한다. 1) 금리 상승으로 이자부문의 수익성이 당초 예상보다 더 개선될 것으로 예상되는데다, 2) 배당금 축소의 악영향이 소멸하고 오히려 적극적인 주주환원에 대한 기대감이 높아지고 있기 때문이다. 튼튼한 자본을 바탕으로 한 M&A 여력, 주주 환원에 대한 경영진의 긍정적인 태도, 경쟁사 대비 일찍 개선된 순이자마진 등을 감안할 때, 대형 은행주 중에서 가장 투자 유망하다는 기존 의견을 유지한다.

시장금리의 상승은 KB 금융을 비롯한 은행들의 순이자마진을 확대할 전망

최근 시장금리 상승을 감안해 2021 년 순이자마진 (NIM) 추정치를 1.78%에서 1.80%로 변경한다. 이로 인해 2021 년 지배주주순이익 추정치를 3.60 조원에서 3.72 조원으로 상향조정한다. 참고로 시장 컨센서스는 꾸준히 상승해 SK 증권에 추정치인 3.72 조원과 같다.

자사주매입, 반기배당 등 적극적인 주주환원 정책 기대감이 높아지는 흐름

금융감독 당국의 배당 규제는 2021 년 상반기로 끝나, 더 이상 악재로서 유효하지 않을 전망이다. 오히려 시장에서는 자사주매입, 반기배당 등 적극적인 주주환원 정책에 대한 기대감이 높아지는 모습이다. 2021 년 예상 배당금을 2,200 원에서 2,400 원으로 상향조정하고, 목표주가에도 반영했다.

영업실적 및 투자지표

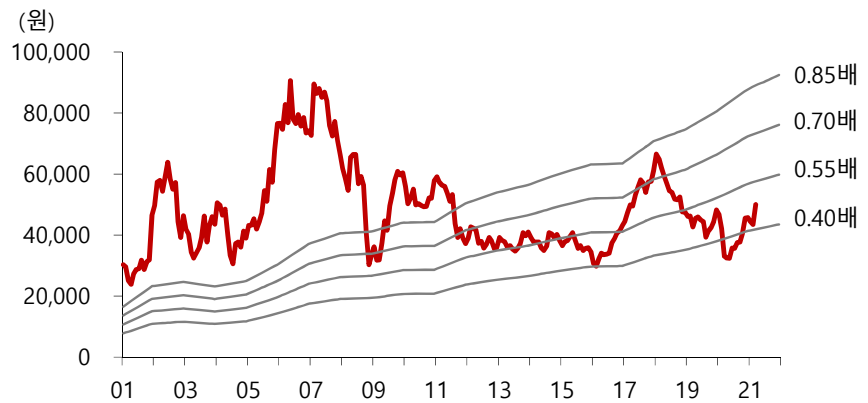
| 구분 | 단위 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|------------|-----|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 총영업이익 | 십억원 | 10,192 | 10,860 | 11,432 | 12,493 | 13,283 | 13,862 |
| YoY | % | 36.9 | 6.5 | 5.3 | 9.3 | 6.3 | 4.4 |
| 영업이익 | 십억원 | 4,015 | 4,267 | 4,491 | 4,616 | 5,079 | 5,435 |
| YoY | % | 139.4 | 6.3 | 5.2 | 2.8 | 10.0 | 7.0 |
| 지배주주순이익 | 십억원 | 3,311 | 3,061 | 3,312 | 3,455 | 3,721 | 3,967 |
| YoY | % | 54.5 | -7.6 | 8.2 | 4.3 | 7.7 | 6.6 |
| 영업이익/총영업이익 | % | 39.4 | 39.3 | 39.3 | 36.9 | 38.2 | 39.2 |
| 총영업이익/자산 | % | 2.5 | 2.4 | 2.3 | 2.2 | 2.1 | 2.1 |
| 수정ROE | % | 10.0 | 8.6 | 8.7 | 8.4 | 8.4 | 8.5 |
| ROA | % | 0.82 | 0.67 | 0.66 | 0.62 | 0.60 | 0.61 |
| 배당성향 | % | 24.2 | 26.2 | 27.7 | 21.3 | 26.8 | 27.3 |
| 수정EPS | 원 | 7,920 | 7,321 | 7,965 | 8,309 | 8,948 | 9,540 |
| BPS | 원 | 83,219 | 87,710 | 94,726 | 103,312 | 108,722 | 116,033 |
| 주당배당금 | 원 | 1,920 | 1,920 | 2,210 | 1,770 | 2,400 | 2,600 |
| 수정PER | 배 | 6.8 | 7.6 | 5.6 | 4.7 | 5.7 | 5.4 |
| PBR | 배 | 0.65 | 0.64 | 0.47 | 0.37 | 0.47 | 0.44 |
| 배당수익률 | % | 3.6 | 3.4 | 5.0 | 4.6 | 4.7 | 5.1 |

KB 금융에 대한 실적 추정치 변경 내용

| (십억원) | 변경된 추정치 | | 기존 추정치 | | 시장 컨센서스 | |
|-----------|---------|--------|--------|--------|---------|-------|
| | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E |
| 총영업이익 | 13,283 | 13,862 | 13,124 | 13,741 | - | - |
| 영업이익 | 5,079 | 5,435 | 4,920 | 5,314 | 5,001 | 5,240 |
| 지배주주순이익 | 3,721 | 3,967 | 3,598 | 3,871 | 3,723 | 3,890 |
| 수정 ROE(%) | 8.4 | 8.5 | 8.2 | 8.3 | - | - |
| 주당배당금(원) | 2,400 | 2,600 | 2,200 | 2,400 | 2,457 | 2,605 |

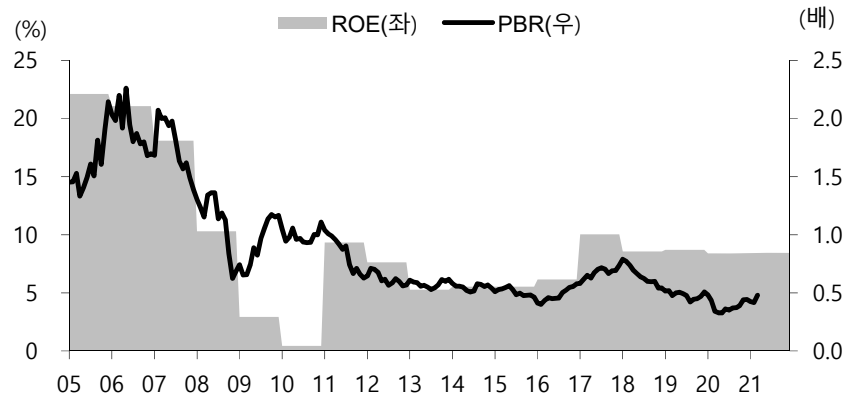
자료 KB 금융, SK 증권 추정

KB 금융의 주가와 PBR 밴드



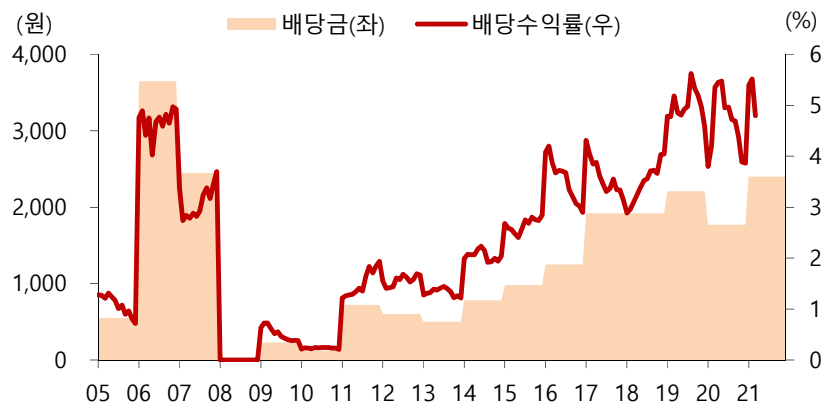
자료 KB 금융, SK 증권 추정

KB 금융의 ROE와 PBR 추이



자료: KB 금융, SK 증권 추정

KB 금융의 배당금과 배당수익률 추이



자료: KB 금융, SK 증권 추정

KB 금융 목표주가 계산 방법

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

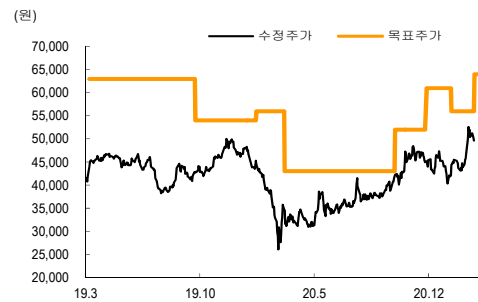
$$\text{Target PBR} = \text{ROE} / (\text{Ke} - \text{g})$$

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

- ROE = 2021~2022 년 예상치에 장기 배당성향을 40% (기존 35%에서 상향조정)로 적용하여 계산된 <배당가능 ROE> 3.4%를 적용
 - g 는 영구배당성장률 → 1.3% 가정
 - Rf 는 국고채수익률 장기 전망치인 1.1% (0.9%에서 변경)
 - β 는 60 개월 주식베타인 1.19 적용 (2016 년 이후 평균치)
 - BPS(주당순자산가치)는 2021 년 6 월말 예상치 104,869 원
 - 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
 - $\text{Ke} = 1.1\% + 1.19 \times 4.8 = 6.9\%$
- ⇒ **3.4% / (6.9% - 1.3%) X 104,869 원 ≈ 64,000 원**
(56,000 원에서 상향조정)

자료 SK 증권

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|---------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2021.03.22 | 매수 | 64,000원 | 6개월 | | |
| 2021.02.05 | 매수 | 56,000원 | 6개월 | -16.27% | -6.07% |
| 2020.12.21 | 매수 | 61,000원 | 6개월 | -27.63% | -22.46% |
| 2020.10.23 | 매수 | 52,000원 | 6개월 | -13.18% | -6.83% |
| 2020.07.22 | 매수 | 43,000원 | 6개월 | -17.02% | -2.56% |
| 2020.04.24 | 매수 | 43,000원 | 6개월 | -21.12% | -10.23% |
| 2020.04.13 | 매수 | 43,000원 | 6개월 | -24.82% | -19.65% |
| 2020.03.31 | 매수 | 43,000원 | 6개월 | -24.24% | -19.65% |
| 2020.02.07 | 매수 | 56,000원 | 6개월 | -33.96% | -20.71% |
| 2019.10.16 | 매수 | 54,000원 | 6개월 | -15.30% | -7.41% |
| 2019.04.24 | 매수 | 63,000원 | 6개월 | -30.62% | -25.71% |
| 2019.04.01 | 매수 | 63,000원 | 6개월 | -28.02% | -26.51% |



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 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 (2021년 3월 23일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|--------|----|----|
| 매수 | 89.92% | 중립 | 10.08% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|--------|----|----|

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 현금및예치금 | 20,274 | 20,838 | 25,609 | 27,180 | 28,848 |
| 유가증권 | 113,158 | 125,484 | 160,561 | 170,494 | 177,760 |
| 대출채권 | 319,202 | 339,684 | 377,167 | 394,590 | 412,451 |
| 대손충당금 | 2,610 | 2,408 | 3,283 | 2,869 | 2,367 |
| 유형자산 | 6,392 | 7,919 | 8,165 | 8,496 | 8,841 |
| 무형자산 | 2,756 | 2,738 | 3,351 | 3,219 | 3,092 |
| 기타자산 | 17,807 | 21,911 | 35,875 | 37,867 | 39,966 |
| 자산총계 | 479,588 | 518,573 | 610,728 | 641,847 | 670,959 |
| 예수부채 | 276,770 | 305,593 | 338,580 | 356,095 | 371,539 |
| 차입성부채 | 86,284 | 88,755 | 112,588 | 118,674 | 123,492 |
| 기타금융부채 | 15,327 | 15,477 | 11,869 | 12,351 | 12,853 |
| 비이자부채 | 32,081 | 34,784 | 67,974 | 71,242 | 74,967 |
| 부채총계 | 443,875 | 479,454 | 567,367 | 596,191 | 622,216 |
| 지배주주지분 | 35,704 | 38,534 | 42,503 | 44,753 | 47,793 |
| 자본금 | 2,091 | 2,091 | 2,091 | 2,091 | 2,091 |
| 신종자본증권 | 0 | 399 | 798 | 798 | 798 |
| 자본잉여금 | 17,122 | 17,123 | 16,724 | 16,724 | 16,724 |
| 이익잉여금 | 17,460 | 19,710 | 22,517 | 25,565 | 28,605 |
| 기타자본 | -969 | -788 | 373 | 373 | 373 |
| 비지배주주지분 | 9 | 585 | 858 | 903 | 950 |
| 자본총계 | 35,713 | 39,119 | 43,361 | 45,656 | 48,743 |

주요투자지표 I

| 12월 결산(%) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 수익성 지표 | | | | | |
| 수정ROE | 8.6 | 8.7 | 8.4 | 8.4 | 8.5 |
| ROA | 0.67 | 0.66 | 0.62 | 0.60 | 0.61 |
| NIM (순이자마진) | 1.99 | 1.94 | 1.76 | 1.80 | 1.81 |
| 대손비용률 | 0.22 | 0.20 | 0.29 | 0.29 | 0.28 |
| Cost-Income Ratio | 54.5 | 54.9 | 54.7 | 53.2 | 52.7 |
| ROA Breakdown | | | | | |
| 총영업이익 | 2.37 | 2.29 | 2.21 | 2.12 | 2.11 |
| 이자이익 | 1.94 | 1.84 | 1.72 | 1.73 | 1.73 |
| 비이자이익 | 0.43 | 0.45 | 0.49 | 0.39 | 0.38 |
| 신용충당금비용 | 0.15 | 0.13 | 0.18 | 0.18 | 0.17 |
| 일반관리비 | 1.29 | 1.26 | 1.21 | 1.13 | 1.11 |
| 총영업이익 구성비 | | | | | |
| 이자이익 | 82.0 | 80.4 | 77.8 | 81.7 | 82.1 |
| 비이자이익 | 18.0 | 19.6 | 22.2 | 18.3 | 17.9 |
| 수수료이익 | 20.7 | 20.6 | 23.7 | 23.0 | 22.7 |
| 기타 | -2.7 | -1.0 | -1.5 | -4.7 | -4.8 |
| 자본적정성과 자산건전성 | | | | | |
| 보통주자본비율 | 14.0 | 13.6 | 13.3 | 13.2 | 13.1 |
| Total BIS비율 | 14.6 | 14.5 | 15.3 | 15.5 | 15.4 |
| NPL비율 | 0.61 | 0.49 | 0.41 | 0.44 | 0.42 |
| 충당금/NPL 비율 | 138.9 | 147.1 | 168.6 | 170.3 | 175.1 |

손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 총영업이익 | 10,860 | 11,432 | 12,493 | 13,283 | 13,862 |
| 이자이익 | 8,905 | 9,197 | 9,722 | 10,854 | 11,385 |
| 이자수익 | 13,735 | 14,639 | 14,486 | 15,408 | 16,146 |
| 이자비용 | 4,830 | 5,442 | 4,763 | 4,554 | 4,761 |
| 비이자이익 | 1,955 | 2,235 | 2,770 | 2,429 | 2,478 |
| 금융상품관련손익 | 351 | 374 | 1,466 | 620 | 639 |
| 수수료이익 | 2,243 | 2,355 | 2,959 | 3,060 | 3,149 |
| 보험손익 | 490 | 408 | 308 | 296 | 299 |
| 기타이익 | -1,130 | -902 | -1,962 | -1,546 | -1,608 |
| 신용충당금비용 | 674 | 670 | 1,043 | 1,132 | 1,122 |
| 일반관리비 | 5,919 | 6,271 | 6,833 | 7,072 | 7,306 |
| 총업권관련비용 | 3,874 | 3,955 | 4,152 | 4,297 | 4,448 |
| 기타 판관비 | 2,044 | 2,316 | 2,681 | 2,775 | 2,858 |
| 영업이익 | 4,267 | 4,491 | 4,616 | 5,079 | 5,435 |
| 영업외이익 | 34 | 43 | 146 | 101 | 87 |
| 세전이익 | 4,302 | 4,534 | 4,762 | 5,181 | 5,522 |
| 법인세비용 | 1,240 | 1,221 | 1,259 | 1,415 | 1,509 |
| 법인세율 (%) | (28.8) | (26.9) | (26.4) | (27.3) | (27.3) |
| 당기순이익 | 3,062 | 3,313 | 3,502 | 3,766 | 4,013 |
| 지배주주순이익 | 3,061 | 3,312 | 3,455 | 3,721 | 3,967 |
| 비지배주주순이익 | 1 | 1 | 47 | 45 | 47 |

주요투자지표 II

| 12월 결산(%) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|---------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 성장성 지표 (%) | | | | | |
| 자산증가율 | 9.8 | 8.1 | 17.8 | 5.1 | 4.5 |
| 대출증가율 | 10.1 | 6.3 | 11.2 | 4.5 | 4.4 |
| 부채증가율 | 10.2 | 8.0 | 18.3 | 5.1 | 4.4 |
| BPS증가율 | 5.4 | 8.0 | 9.1 | 5.2 | 6.7 |
| 총영업이익증가율 | 6.5 | 5.3 | 9.3 | 6.3 | 4.4 |
| 이자이익증가율 | 8.0 | 3.3 | 5.7 | 11.6 | 4.9 |
| 비이자이익증가율 | 0.5 | 14.3 | 23.9 | -23.0 | 2.1 |
| 일반관리비증가율 | 7.6 | 5.1 | 6.0 | 9.0 | 3.5 |
| 지배주주순이익증가율 | -7.6 | 8.2 | 4.3 | 7.7 | 6.6 |
| 수정EPS증가율 | -7.6 | 8.8 | 4.3 | 7.7 | 6.6 |
| 배당금증가율 | 0.0 | 15.1 | -19.9 | 35.6 | 8.3 |
| 주당 지표 (원) | | | | | |
| EPS | 7,321 | 7,965 | 8,310 | 8,948 | 9,540 |
| 수정EPS | 7,321 | 7,965 | 8,309 | 8,948 | 9,540 |
| BPS | 87,710 | 94,726 | 103,312 | 108,722 | 116,033 |
| 주당배당금 | 1,920 | 2,210 | 1,770 | 2,400 | 2,600 |
| 배당성향 (%) | 26.2 | 27.7 | 21.3 | 26.8 | 27.3 |
| Valuation 지표 | | | | | |
| 수정PER(배) | 7.6 | 5.6 | 4.7 | 5.7 | 5.4 |
| PBR(배) | 0.64 | 0.47 | 0.37 | 0.47 | 0.44 |
| 배당수익률 (%) | 3.4 | 5.0 | 4.6 | 4.7 | 5.1 |

자료: KB 금융지주, KRX, SK 증권 추정