

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경희

kh.koo@sksec.co.kr

02-3773-9083

Company Data

자본금	16,297 억원
발행주식수	32,594 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	22,163 억원
주요주주	
국민연금공단	13.75%
부산롯데호텔(외7)	11.14%
외국인지분률	39.20%
배당수익률	5.30%

Stock Data

주가(21/04/12)	6,800 원
KOSPI	3135.59 pt
52주 Beta	0.73
52주 최고가	6,880 원
52주 최저가	4,440 원
60일 평균 거래대금	126 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.4%	-2.7%
6개월	29.8%	-0.9%
12개월	45.2%	-14.9%

BNK 금융지주 (138930/KS | 매수(유지) | T.P 8,400 원(상향))

길었던 과잉 디스카운트 구간에서 벗어날 것

NIM과 대손비용률을 긍정적으로 조정하면서 2021년 지배주주순이익 추정치를 5,480 억원에서 5,940 억원으로 변경. 향후 내부등급법 적용을 승인 받을 가능성이 높다고 보고, 2021년 예상배당금도 확대 적용. 길었던 과잉 디스카운트 해소되는 구간에 진입할 것으로 판단하며, 목표주가 8,400 원으로 상향조정

지방은행지주 중 가장 크지만, 장기적인 주가 흐름은 부진

비교적 큰 지방은행인 부산은행과 경남은행을 자회사로 갖고 있어, 지방은행지주 중에서 가장 외형이 크다. 2018년 이후 금리 하락으로 인한 순이자마진 축소 폭이 시중은행들에 비해 커, 주가 약세가 지속된 바 있다. 중소기업 대출 의존도가 높은 대출구조상 이론적으로는 경기 민감도가 크지만, 경험적으로 보면 이익 변동 폭이 크지는 않다. 업종 내에서 수익성 대비 밸류에이션의 저평가 정도가 큰 상황이다.

신용리스크에 대한 시각을 바꾸면서 순이익 추정치 상향 조정

은행뿐 아니라 증권 자회사 및 캐피탈의 실적 개선도 동시에 이뤄지고 있다. 경제불황에도 불구하고 우려했던 것 보다 자산건전성이 잘 지켜지고 있다. 그 동안 신용리스크에 대해 다소 보수적인 시각을 적용했으나, 이제는 정상으로 돌려도 되는 상황이다. NIM과 대손비용률을 긍정적으로 조정하면서 2021년 지배주주순이익 추정치를 5,480 억원에서 5,940 억원으로 변경한다.

길었던 과잉 디스카운트 해소될 것, 목표주가 8,400 원으로 상향조정

향후 내부등급법 적용을 승인 받을 가능성이 높다고 보고, 2021년 예상배당금을 370원에서 420 원으로 상향조정한다. 실적 추정치 및 배당금의 변경을 감안하여 목표주가를 기준의 7,200 원에서 8,400 원으로 상향조정한다. 길었던 과잉 디스카운트가 해소되는 구간에 진입할 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
총영업이익	십억원	2,428	2,477	2,405	2,639	2,801	2,926
YoY	%	5.7	2.0	-2.9	9.7	6.2	4.4
영업이익	십억원	594	750	807	748	869	947
YoY	%	-16.6	26.2	7.6	-7.3	16.2	8.9
지배주주순이익	십억원	403	502	562	519	594	641
YoY	%	-19.6	24.6	12.0	-7.6	14.4	7.8
영업이익/총영업이익	%	24.5	30.3	33.6	28.4	31.0	32.4
총영업이익/자산	%	2.8	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6
수정 ROE	%	5.8	6.8	7.1	6.1	6.6	6.7
ROA	%	0.49	0.61	0.64	0.56	0.59	0.61
배당성향	%	18.6	19.5	20.9	20.1	23.0	23.9
수정 EPS	원	1,237	1,540	1,725	1,593	1,823	1,965
BPS	원	21,658	23,405	25,420	26,786	28,428	30,120
주당배당금	원	230	300	360	320	420	470
수정 PER	배	7.9	6.0	4.1	3.5	3.7	3.5
PBR	배	0.45	0.39	0.28	0.21	0.24	0.23
배당수익률	%	2.4	3.3	5.0	5.8	6.2	6.9

BNK 금융지주의 배당금과 배당성향 추이

(십억원)	변경된 추정치		기존 추정치		시장 컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
총영업이익	2,801	2,926	2,751	2,815	-	-
영업이익	869	947	805	864	855	940
지배주주순이익	594	641	548	581	581	638
수정 ROE(%)	6.6	6.7	6.1	6.1	-	-
주당배당금(원)	420	470	370	400	385	433

자료: BNK 금융지주, SK 증권 추정

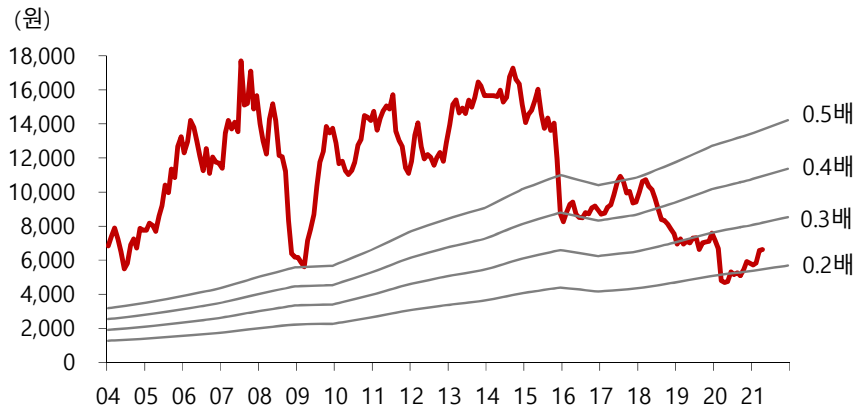
BNK 금융지주 목표주가 계산 방법

- Target Price = Target PBR X BPS
- Target PBR = ROE / (Ke - g)
- Ke = Rf + (β X Market Risk Premium)
- ROE = 2021~2022 년 예상치 (6.7%)에 장기 배당성향을 29%로 적용하여 계산된 <배당가능 ROE> 1.9%를 적용 (1.7%에서 상향조정)
- g 는 영구배당성장률 → 0.5% 가정
- Rf 는 국고채수익률 장기 전망치인 1.1% (0.9%에서 변경)
- β 는 1.18 적용 (60 개월 월간 기준)
- BPS (주당순자산가치)는 2021 년 6 월말 예상치 27,555 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
- Ke = 1.1% + 1.18 X 4.8 = 6.8%

$$\Rightarrow 1.9\% / (6.8\% - 0.5\%) \times 27,555 \text{ 원} \approx 8,400 \text{ 원 (7,200 원에서 상향조정)}$$

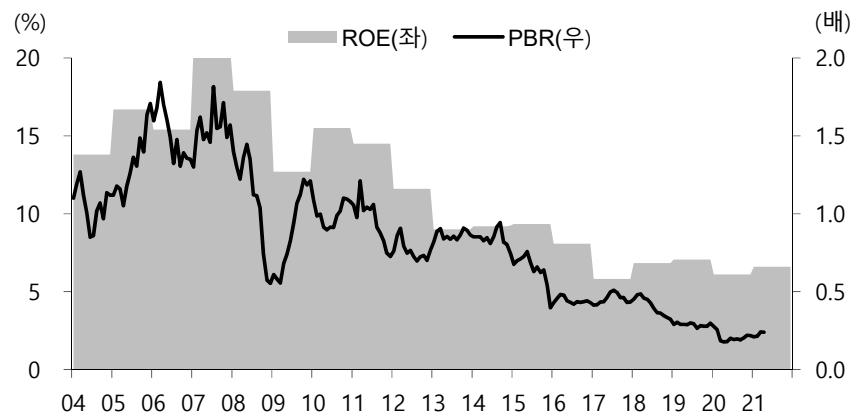
자료: SK 증권

BNK 금융지주의 주가와 PBR 밴드



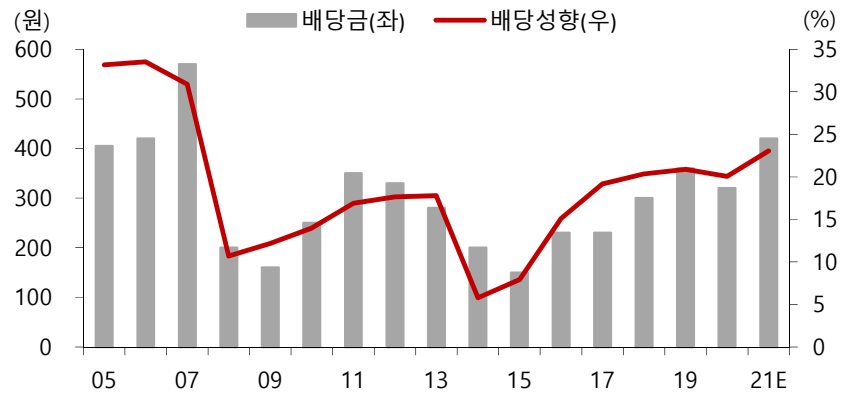
자료: BNK 금융지주, SK 증권 추정

BNK 금융지주의 ROE와 PBR (분기말 Forward) 추이



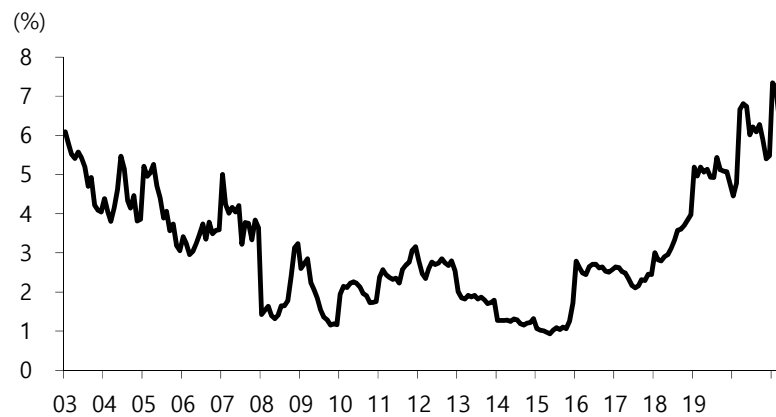
자료: BNK 금융지주, SK 증권 추정

BNK 금융지주의 배당금과 배당성향 추이



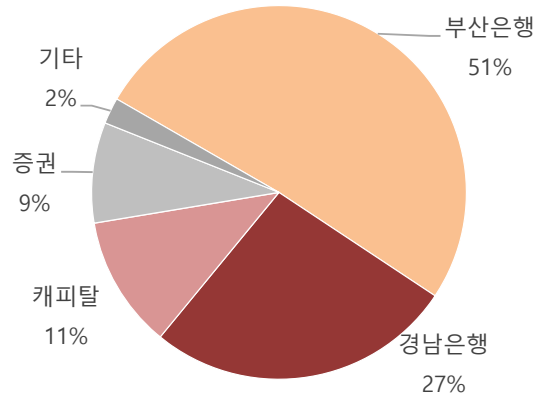
자료: BNK 금융지주, SK 증권 추정

BNK 금융지주의 배당수익률 추이



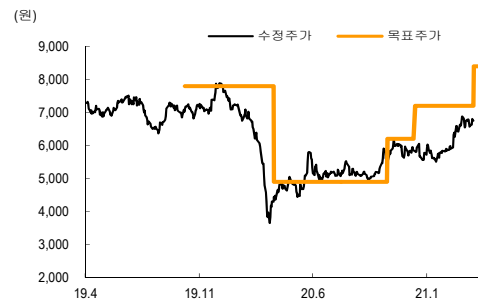
자료: BNK 금융지주, SK 증권 추정

2020 년말 BNK 금융의 자회사별 영업이익 비중



자료: 각 은행, 한국은행(BOK), SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.04.12	매수	8,400원	6개월		
2021.02.10	매수	7,200원	6개월	-15.26%	-4.44%
2020.12.21	매수	7,200원	6개월	-20.18%	-15.97%
2020.10.30	중립	6,200원	6개월	-5.15%	-0.32%
2020.07.28	중립	4,900원	6개월	4.04%	20.61%
2020.03.31	중립	4,900원	6개월	1.63%	18.37%
2019.10.16	중립	7,800원	6개월	-14.00%	1.15%



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 4 월 12 일 기준)

매수	90%	중립	10%	매도	0%
----	-----	----	-----	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
현금및예치금	3,213	4,149	4,505	4,688	4,878
유가증권	15,767	17,192	17,811	18,534	19,286
대출채권	77,630	80,657	87,701	93,540	98,201
대손충당금	980	958	768	815	862
유형자산	1,086	1,202	1,451	1,510	1,572
무형자산	272	266	665	665	665
기타자산	827	1,073	2,024	2,172	2,313
자산총계	98,794	104,539	114,157	121,109	126,916
예수부채	73,380	76,610	83,033	88,618	93,086
차입성부채	14,207	15,265	18,084	18,744	19,428
기타금융부채	0	0	0	0	0
비이자부채	2,782	3,483	3,414	3,586	3,689
부채총계	90,369	95,358	104,531	110,948	116,203
지배주주지분	7,627	8,284	8,729	9,264	9,815
자본금	1,630	1,630	1,630	1,630	1,630
신종자본증권	509	708	827	827	827
자본잉여금	787	787	779	779	779
이익잉여금	4,753	5,192	5,561	6,096	6,648
기타지분	-51	-33	-69	-69	-69
비지배주주지분	798	897	897	897	897
자본총계	8,425	9,181	9,626	10,162	10,713

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
총영업이익	2,477	2,405	2,639	2,801	2,926
이자이익	2,344	2,187	2,185	2,390	2,522
이자수익	3,629	3,629	3,304	3,426	3,611
이자비용	1,285	1,442	1,119	1,035	1,089
비이자이익	134	218	454	411	403
금융상품관련손익	37	120	161	163	161
수수료이익	204	246	364	315	325
보험손익	0	0	0	0	0
기타이익	-108	-148	-71	-67	-82
신용충당금비용	463	324	454	470	473
일반관리비	1,265	1,273	1,437	1,462	1,506
총업권관련비용	818	782	891	901	928
기타 판관비	447	491	546	561	578
영업이익	750	807	748	869	947
영업외이익	-31	-14	-14	-1	-11
세전이익	719	793	734	868	936
법인세비용	180	194	172	229	247
법인세율 (%)	(25.1)	(24.5)	(23.4)	(26.4)	(26.4)
당기순이익	538	599	563	640	688
지배주주순이익	502	562	519	594	641
비지배지분순이익	36	37	43	45	48

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2018	2019	2020	2021E	2022E
수익성 지표					
수정ROE	6.8	7.1	6.1	6.6	6.7
ROA	0.61	0.64	0.56	0.59	0.61
NIM (순이자마진)	2.25	2.01	1.85	1.87	1.90
대손비용률	0.59	0.40	0.53	0.51	0.49
Cost-Income Ratio	51.1	53.0	54.5	52.2	51.5
ROA Breakdown					
총영업이익	2.80	2.59	2.64	2.60	2.58
이자이익	2.65	2.35	2.19	2.22	2.22
비이자이익	0.15	0.23	0.45	0.38	0.36
신용충당금비용	-0.52	-0.35	-0.45	-0.44	-0.42
일반관리비	-1.43	-1.37	-1.44	-1.36	-1.33
총영업이익 구성비					
이자이익	94.6	90.9	82.8	85.3	86.2
비이자이익	5.4	9.1	17.2	14.7	13.8
수수료이익	8.2	10.2	13.8	11.2	11.1
기타	-2.8	-1.2	3.4	3.4	2.7
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	9.6	9.5	9.8	10.5	10.6
Total BIS비율	13.2	13.0	12.9	13.6	13.7
NPL비율	1.37	1.04	0.92	0.90	0.91
충당금/NPL 비율	93.5	99.1	123.6	100.3	101.8

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2018	2019	2020	2021E	2022E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	4.7	5.8	9.2	6.1	4.8
대출증가율	-0.5	3.8	8.4	6.7	5.0
부채증가율	4.2	5.5	9.6	6.1	4.7
BPS증가율	8.1	8.6	5.4	6.1	6.0
총영업이익증가율	2.0	-2.9	9.7	6.2	4.4
이자이익증가율	2.8	-6.7	-0.1	9.4	5.5
비이자이익증가율	46.8	62.9	108.5	-9.5	-1.8
일반관리비증가율	11.2	0.7	12.8	1.8	3.0
지배주주순이익증가율	24.6	12.0	-7.6	14.4	7.8
수정EPS증가율	24.6	12.0	-7.6	14.4	7.8
배당금증가율	30.4	20.0	-11.1	31.3	11.9
주당 지표 (원)					
EPS	1,540	1,725	1,593	1,823	1,965
수정EPS	1,540	1,725	1,593	1,823	1,965
BPS	23,405	25,420	26,786	28,428	30,120
주당배당금	300	360	320	420	470
배당성향 (%)	19.5	20.9	20.1	23.0	23.9
Valuation 지표					
수정PER(배)	6.0	4.1	3.5	3.7	3.5
PBR(배)	0.39	0.28	0.21	0.24	0.23
배당수익률 (%)	3.3	5.0	5.8	6.2	6.9

자료: BNK 금융지주, SK 증권 추정