

# 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	69,361 억원
주요주주	
대한민국정부(기획재정부)	63.47%
국민연금공단	5.87%
외국인지분률	12.30%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(21/04/26)	9,390 원
KOSPI	3217.53 pt
52주 Beta	0.80
52주 최고가	9,730 원
52주 최저가	7,370 원
60일 평균 거래대금	187 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.0%	-1.7%
6개월	10.2%	-19.7%
12개월	30.4%	-23.4%

## 기업은행 (024110/KS | 중립(유지) | T.P 10,000 원(상향))

대손은 양호하나 NIM 상승 폭이 작음

1Q21 지배주주순이익은 5,890 억원으로 당사 추정치 (5,290 억원)를 상회. 실적 개선의 가장 큰 원인은 대손비용의 감소. 다만 NIM 개선 폭이 1bp 로, 경쟁사들에 비해 개선 폭은 작았음. 실적 호전을 감안하여 2021 년 연간 지배주주순이익 추정치를 10.3% 수정하면서 목표주가를 9,000 원에서 10,000 원으로 상향조정하나, 상승여력 작아 '중립' 의견 유지. 과거에 경쟁사 대비 우월했던 배당 매력도가 상대적으로 약화된 점이 아쉬움

### 1Q21 실적은 대손비용 감소에 힘입어 당사 추정치를 상회

1Q21 지배주주순이익은 5,890 억원으로 당사 (SK 증권) 추정치인 5,290 억원을 상회했다. 부문별로 당사 예상치와 비교하면 1) 이자이익은 예상치와 비슷했으나, 2) 대손비용이 크게 감소한 점이 두드러진다. 이자이익은 NIM (순이자마진)이 전분기대비 1bp 개선되는데 그치면서, 경쟁사들에 비해 개선 폭이 미미했다.

### 자산건전성이 전반적으로 개선되면서 대손비용 크게 감소

1Q 실적 중에 가장 돋보이는 부분은 대손비용의 감소다. 고정이하여신비율 및 연체율이 하락하는 등 전반적으로 자산건전성이 개선되면서 1Q 대손비용은 전년동기대비 17% 감소한 1,970 억원을 기록했다. 비이자이익은 각종 수수료 수익 증가 및 유가증권 운용 실적 호전으로 전년동기대비 83% 늘어난 1,270 억원을 기록했다.

### 과거에 경쟁사 대비 우월했던 배당 매력도가 상대적으로 약화된 점이 아쉬움

1Q 실적 호전을 감안하여 2021 년 연간 지배주주순이익 추정치를 10.3% 수정하면서 목표주가를 9,000 원에서 10,000 원으로 상향조정한다. 당사에서 우려한 것보다 중소기업들의 건전성이 잘 지켜진 점을 감안해 대손비용률을 낮게 수정하면서 예상치가 올라갔다. 다만 경쟁사들에 비해 실적 수정 폭이 크지 않고, 주가 상승 여력이 부족해 기존의 '중립' 의견을 유지한다. 예상 배당수익률이 여전히 높은 수준이지만, 과거에 비해서는 경쟁사 대비 상대적인 배당의 매력도가 약화된 점 (Gap 축소)이 아쉬운 점이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
총영업이익	십억원	5,648	6,212	6,184	6,116	6,421	6,871
YoY	%	14.3	10.0	-0.5	-1.1	5.0	7.0
영업이익	십억원	2,028	2,396	2,246	2,158	2,373	2,495
YoY	%	32.3	18.1	-6.3	-3.9	10.0	5.2
지배주주순이익	십억원	1,501	1,754	1,618	1,536	1,716	1,792
YoY	%	29.7	16.8	-7.8	-5.1	11.7	4.5
영업이익/총영업이익	%	35.9	38.6	36.3	35.3	37.0	36.3
총영업이익/자산	%	2.1	2.2	2.0	1.8	1.7	1.7
수정 ROE	%	8.9	9.7	8.4	7.3	7.7	7.6
ROA	%	0.57	0.63	0.54	0.46	0.46	0.45
배당성향	%	27.0	25.9	28.0	21.6	24.6	25.5
수정 EPS	원	2,283	2,666	2,397	2,171	2,435	2,544
BPS	원	26,850	28,272	29,352	26,097	27,605	29,242
주당배당금	원	617	690	670	471	600	650
수정 PER	배	6.1	5.9	5.6	4.0	3.9	3.7
PBR	배	0.52	0.55	0.45	0.33	0.34	0.32
배당수익률	%	4.4	4.4	5.0	5.4	6.4	6.9

## 기업은행의 1Q21 실적 요약

(십억원)	1Q21 실적			전년동기실적	
	잠정치	SK 추정치	컨센서스	1Q20	YoY
총영업이익	1,571	1,617	1,576	1,473	6.7
이자이익	1,443	1,444	-	1,403	2.9
비이자이익	127	174	-	70	83.3
판관비	594	591	591	573	3.5
대손비용	197	309	314	238	-17.2
영업이익	780	718	637	661	18.0
지배주주순이익	589	529	478	500	17.8

자료: 기업은행, FnGuide, SK 증권 추정

## 기업은행 실적 추정치 변경 내용

(십억원)	변경된 추정치		기존 추정치		시장 컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
총영업이익	6,421	6,871	6,502	6,884	-	-
영업이익	2,373	2,495	2,169	2,264	2,236	2,402
지배주주순이익	1,716	1,792	1,556	1,632	1,630	1,765
수정 ROE(%)	7.7	7.6	6.9	6.9	-	-
주당배당금(원)	600	650	550	600	536	583

자료: 기업은행, FnGuide, SK 증권 추정

## 기업은행 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 예상치 (7.6%)에 장기 배당성향을 30%로 적용하여 계산된 <배당가능 ROE> 2.3%를 적용
- g 는 영구배당성장률 → 0.8% 가정
- Rf 는 국고채수익률 장기 전망치인 1.1%
- β 는 60 개월 주식베타인 1.20 적용
- BPS(주당순자산가치)는 2021 년 6 월말 예상치 26,675 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
- $\text{Ke} = 1.1\% + 1.20 \times 4.8 = 6.9\%$

$$\Rightarrow 2.3\% / (6.9\% - 0.8\%) \times 26,675 \text{ 원} \approx 10,000 \text{ 원}$$

(9,000 원에서 상향조정. 투자 의견은 '중립' 유지)

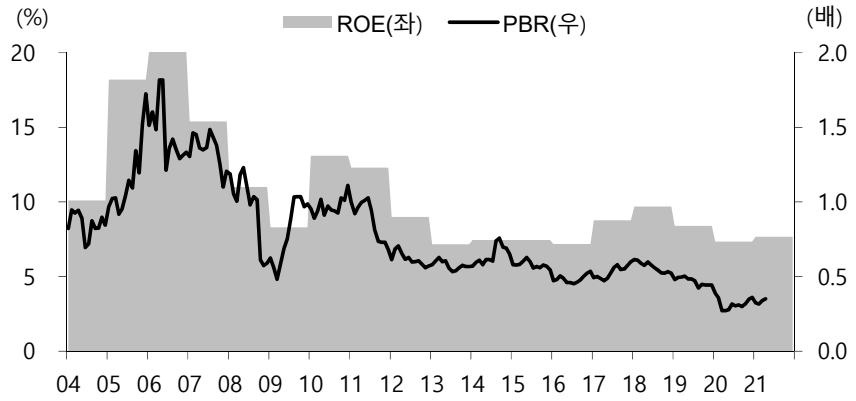
자료: SK 증권

## 기업은행의 주가와 PBR 밴드



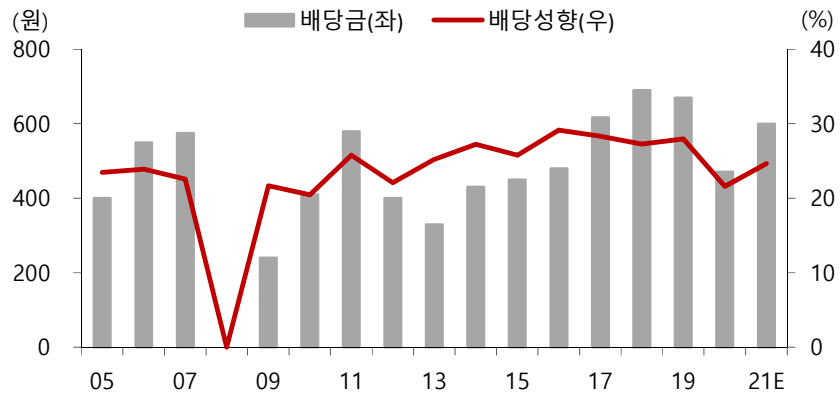
자료: 기업은행, SK 증권 추정

기업은행의 ROE와 PBR 추이



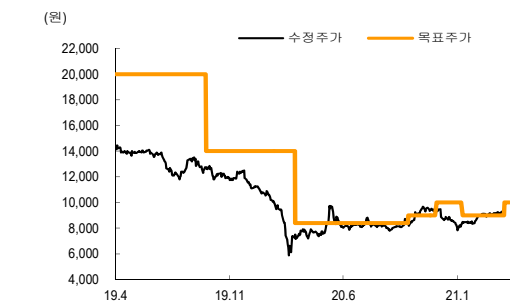
자료 기업은행 SK 증권 추정

기업은행의 배당금과 배당성향 추이



자료 기업은행 SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.04.27	중립	10,000원	6개월		
2021.02.08	중립	9,000원	6개월	-1.09%	4.33%
2020.12.21	중립	10,000원	6개월	-13.50%	-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	-33.17%	-27.75%



### 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 (2021 년 4 월 27 일 기준)

매수	91.06%	중립	8.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
현금및예치금	14,628	11,267	12,838	21,004	22,579
유가증권	51,144	57,894	67,652	70,979	76,601
대출채권	214,523	239,322	268,688	278,014	294,901
대손충당금	2,573	2,705	2,798	3,105	3,452
유형자산	1,949	2,155	2,175	2,342	2,540
무형자산	191	304	285	284	295
기타자산	7,075	7,178	9,979	13,776	14,497
<b>자산총계</b>	<b>289,509</b>	<b>318,120</b>	<b>361,616</b>	<b>386,115</b>	<b>411,118</b>
예수부채	109,556	117,991	140,942	147,320	157,639
차입성부채	138,030	154,738	169,347	179,559	190,830
기타금융부채	3,462	3,240	3,524	3,348	3,608
비이자부채	17,367	19,364	22,661	28,985	30,762
<b>부채총계</b>	<b>268,415</b>	<b>295,333</b>	<b>336,474</b>	<b>359,211</b>	<b>382,839</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>20,983</b>	<b>22,671</b>	<b>25,018</b>	<b>26,779</b>	<b>28,149</b>
자본금	3,290	3,376	4,183	4,183	4,183
신종자본증권	2,381	2,730	3,060	3,559	3,559
자본잉여금	551	688	1,145	1,149	1,149
이익잉여금	14,253	15,359	16,159	17,474	18,843
기타자본	508	518	471	414	414
비지배주주지분	111	116	124	125	130
<b>자본총계</b>	<b>21,094</b>	<b>22,787</b>	<b>25,142</b>	<b>26,905</b>	<b>28,279</b>

**포괄손익계산서**

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>총영업이익</b>	<b>6,212</b>	<b>6,184</b>	<b>6,116</b>	<b>6,421</b>	<b>6,871</b>
이자이익	5,632	5,752	5,615	5,971	6,373
이자수익	9,041	9,489	8,654	8,437	8,981
이자비용	3,408	3,737	3,039	2,467	2,608
비이자이익	580	432	501	450	498
금융상품관련손익	685	529	610	492	560
수수료이익	451	514	564	558	563
보험손익	-102	-117	-127	-134	-137
기타이익	-454	-494	-546	-465	-489
신용충당금비용	1,517	1,530	1,529	1,533	1,735
일반관리비	2,299	2,409	2,430	2,515	2,641
총업원관련비용	1,334	1,225	1,293	1,337	1,404
기타 판관비	965	1,184	1,137	1,178	1,237
<b>영업이익</b>	<b>2,396</b>	<b>2,246</b>	<b>2,158</b>	<b>2,373</b>	<b>2,495</b>
영업외이익	3	13	-71	-13	-30
<b>세전이익</b>	<b>2,399</b>	<b>2,258</b>	<b>2,087</b>	<b>2,360</b>	<b>2,465</b>
법인세비용	412	631	547	635	668
법인세율 (%)	(17.2)	(27.9)	(26.2)	(26.9)	(27.1)
<b>당기순이익</b>	<b>1,764</b>	<b>1,628</b>	<b>1,548</b>	<b>1,725</b>	<b>1,797</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>1,754</b>	<b>1,618</b>	<b>1,536</b>	<b>1,716</b>	<b>1,792</b>
비지배주주순이익	10	9	12	9	5

1.59

**주요투자지표 I**

12월 결산(%)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>수익성 지표</b>					
수정ROE	9.7	8.4	7.3	7.7	7.6
ROA	0.63	0.54	0.46	0.46	0.45
NIM (순이자마진)	1.92	1.83	1.55	1.50	1.54
대손비용률	0.72	0.67	0.60	0.55	0.60
Cost-Income Ratio	37.0	39.0	39.7	39.2	38.4
<b>ROA Breakdown</b>					
총영업이익	2.20	2.04	1.80	1.72	1.72
이자이익	2.00	1.89	1.65	1.60	1.60
비이자이익	0.21	0.14	0.15	0.12	0.12
신용충당금비용	-0.54	-0.50	-0.45	-0.41	-0.44
일반관리비	-0.82	-0.79	-0.71	-0.67	-0.66
<b>총영업이익 구성비</b>					
이자이익	90.7	93.0	91.8	93.0	92.8
비이자이익	9.3	7.0	8.2	7.0	7.2
수수료이익	7.3	8.3	9.2	8.7	8.2
기타	2.1	-1.3	-1.0	-1.7	-1.0
<b>자본적정성과 자산건전성</b>					
보통주자본비율	10.2	10.3	11.1	11.6	11.8
Total BIS비율	14.5	14.5	14.8	14.6	14.7
NPL비율	1.32	1.28	1.08	1.02	1.00
총당금/NPL 비율	92.1	89.0	99.1	102.1	102.8

**주요투자지표 II**

12월 결산(%)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>성장성 지표 (%)</b>					
자산증가율	5.6	9.9	13.7	6.8	6.5
대출증가율	5.8	11.5	12.2	3.5	6.1
부채증가율	5.6	10.0	13.9	6.8	6.6
BPS증가율	5.3	3.8	-11.1	5.8	5.9
총영업이익증가율	10.0	-0.5	-1.1	5.0	7.0
이자이익증가율	7.1	2.1	-2.4	6.3	6.7
비이자이익증가율	49.4	-25.5	16.0	-10.2	10.6
일반관리비증가율	5.0	4.8	0.9	3.5	5.0
지배주주순이익증가율	16.8	-7.8	-5.1	11.7	4.5
수정EPS증가율	16.8	-10.1	-9.4	12.2	4.5
배당금증가율	11.8	-2.9	-29.7	27.4	8.3
<b>주당 지표 (원)</b>					
EPS	2,666	2,397	2,180	2,435	2,544
수정EPS	2,666	2,397	2,171	2,435	2,544
BPS	28,272	29,352	26,097	27,605	29,242
주당배당금	690	670	471	600	650
배당성향 (%)	25.9	28.0	21.6	24.6	25.5
<b>Valuation 지표</b>					
수정PER(배)	5.9	5.6	4.0	3.9	3.7
PBR(배)	0.55	0.45	0.33	0.34	0.32
배당수익률 (%)	4.4	5.0	5.4	6.4	6.9

자료: 기업은행, KRX, SK 증권 추정