

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

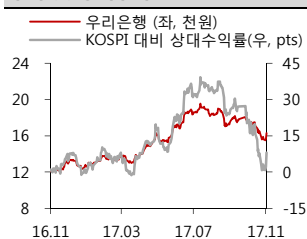
Company Data

자본금	3,381 십억원
발행주식수	67,600 만주
자사주	301 만주
액면가	5,000 원
시가총액	10,579 십억원
주요주주	
예금보험공사	18.52%
국민연금공단	9.45%
외국인지분율	27.45%
배당수익률	3.14%

Stock Data

주가(17/11/15)	16,300 원
KOSPI	2,518.3 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	19,550 원
52주 최저가	12,000 원
60일 평균 거래대금	28 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.9%	-8.7%
6개월	0.9%	-9.0%
12개월	34.7%	6.7%

우리은행 (000030/KS | 매수(신규편입) | T.P 20,000 원(신규편입))

펀더멘털 개선 중이나, 비재무적 변수의 안정화 필요

우리은행은 적극적인 부실채권 축소를 통해 NPL 비율 하락과 함께 타사 대비 상대적으로 낮았던 대손충당금 적립비율을 대형사 수준으로 상승시키는 등 펀더멘털 개선을 나타냄. 다만 예보 보유 지분의 오버행과 금융지주사 전환의 지연, 은행장 부채 등 비재무적 변수에 대한 우려가 확대된 상황. 오버행 및 금융지주사 이슈는 단기간 내 해결되기 어렵다고 판단되나, 안정화 이후에는 할인을 축소가 기대됨

개선 노력을 통해 대형사 수준에 근접한 자산건전성

- 우리은행은 3Q17 NPL 규모가 2014 년 대비 57% 감소하는 등 적극적인 부실채권 축소를 통해 NPL 비율 하락과 더불어 타사 대비 상대적으로 낮았던 대손충당금 적립비율을 대형사 수준으로 상승시킴
- 이와 같은 자산건전성 관리 노력에 후행하여, 기존에 높은 변동성을 보였던 대손비용률은 2018 년 36bp 수준에서 안정화될 전망
- 최근 대규모 인력조정으로 3,000 억원 수준의 비용이 발생했으나, 이 역시 판관비용률의 점진적 하향을 야기할 것으로 예상됨. 이자 및 수수료 등 핵심이익의 성장과 비용 안정화를 통해 우리은행의 연간 지배주주 순이익은 '17 년 33%, '18 년 및 '19 년 4% 증가할 것으로 전망

비재무적 변수의 안정화 필요

- 펀더멘털 개선세에도 불구하고, 예금보험공사 보유 지분의 오버행과 금융지주사 전환의 지연, 은행장 부채 등 비재무적 변수에 대한 우려가 확대됨
- 행장 선임 외의 이슈는 단기간 내 해결되기 어려운 문제로 판단. 다만 예보 잔여지분 매각 이후의 오버행 우려 해소, 금융지주사 전환 과정에서의 계열사 추가 인수 가능성 및 자회사 간 시너지 발생 등을 고려하면 안정화 이후 할인을 축소가 기대됨
- 2017 년 배당성향 22.2% 가정 시 기대 배당수익률은 3.4%로 배당 매력 존재
- 우리은행에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 20,000 원 제시하며 커버리지를 개시함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
일반영업이익	십억원	4,954	5,469	5,887	6,505	6,622	6,910
YoY	%	-9.7	10.4	7.6	10.5	1.8	4.4
순이자손익	십억원	4,493	4,762	5,020	5,266	5,629	5,894
판매관리비	십억원	2,959	3,150	3,478	3,607	3,441	3,580
충전영업이익	십억원	1,995	2,318	2,408	2,898	3,181	3,330
영업이익	십억원	898	1,352	1,574	2,193	2,329	2,417
YoY	%	274.7	50.6	16.5	39.3	6.2	3.8
세전이익	십억원	834	1,452	1,553	2,193	2,329	2,417
지배주주 순이익	십억원	1,214	1,059	1,261	1,671	1,743	1,809
YoY	%	흑전	-12.8	19.1	32.5	4.3	3.8
EPS	원	1,803	1,573	1,873	2,481	2,589	2,687
BPS	원	26,711	28,500	30,279	30,722	32,175	33,826
PER	배	5.5	5.6	6.8	6.6	6.3	6.1
PBR	배	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
ROE	%	5.9	5.7	6.3	8.1	8.2	8.1
배당성향	%	27.7	31.8	21.4	22.2	23.2	24.2
배당수익률	%	5.0	5.7	3.1	3.4	3.7	4.0

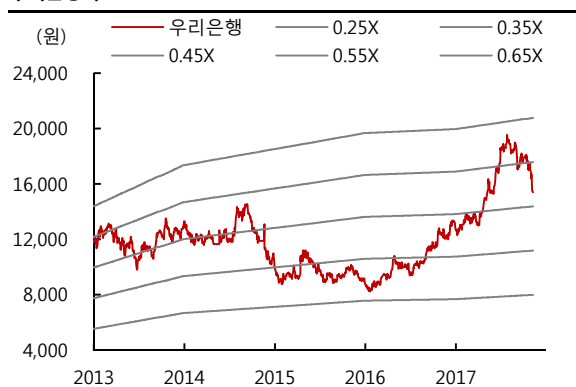
SK 증권은 우리은행의 2017 년~2019 년 수정 ROE 전망치 평균을 자기자본비용률로 할인해 적정 PBR 가치를 산정하고, 이를 12 개월 forward BPS 에 적용해 목표주가를 산출하였다. 신종자기자본 이자비용 예상치를 제거한 3 개년 평균 수정 ROE 7.6%를 고려해 목표 PBR 0.63X 를 적용했으며, 산출된 목표주가 20,000 원은 현 주가 대비 23%의 상승여력을 가지므로 투자매력도가 존재한다고 판단하여 투자의견 BUY 를 제시한다.

우리은행 목표주가 산출식

항목	우리은행	비고
자기자본비용 (%)	11.5	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.8	(c): Market Risk Premium
Beta (β)	1.0	(d): 우리은행의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	7.6	(e): 우리은행의 2017~2019년 수정 ROE 전망치 평균
영구성장률 (%)	1.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.63	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)		(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.63	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	32,054	(j): 우리은행의 12개월 forward 수정 BPS
목표주가 (원)	20,000	(k): (i)*(j)
현주가 (11/15, 원)	16,300	
상승여력 (%)	22.7	

자료: SK 증권

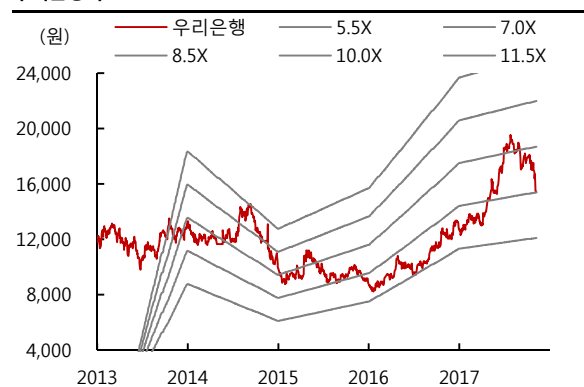
우리은행의 PBR Band chart



자료: FnGuide, SK 증권

주: 12 개월 forward 기준

우리은행의 PER Band chart



자료: FnGuide, SK 증권

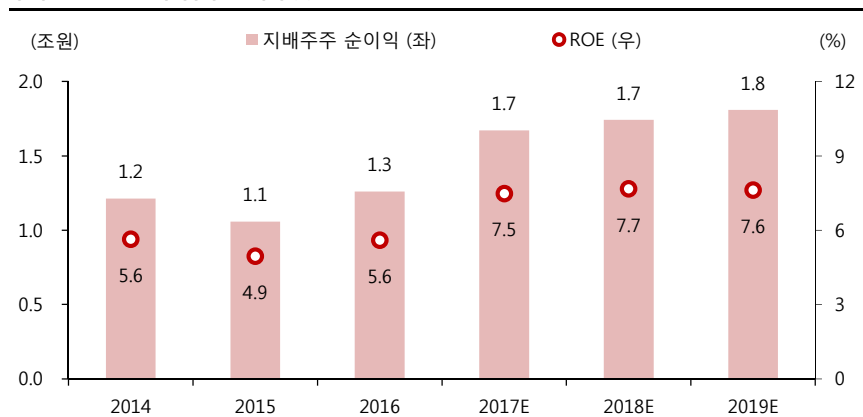
주: 12 개월 forward 기준

우리은행의 주요 손익 및 수익성 지표 추정치

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E	2019E
일반영업이익	1,509	1,515	1,447	1,415	1,713	1,593	1,644	1,555	5,887	6,505	6,622	6,910
순이자손익	1,244	1,245	1,256	1,274	1,263	1,288	1,351	1,365	5,020	5,266	5,629	5,894
순수수료손익	232	236	242	228	275	263	276	253	937	1,067	1,116	1,150
비이자손익	34	34	(51)	(87)	176	43	17	(63)	(70)	172	(124)	(134)
판매비와관리비	772	872	767	1,067	754	784	1,109	960	3,478	3,607	3,441	3,580
총전영업이익	736	643	680	348	959	809	535	595	2,408	2,898	3,181	3,330
대손충당금전입액	180	251	240	163	79	204	217	204	834	705	852	913
영업이익	556	393	440	185	880	604	318	391	1,574	2,193	2,329	2,417
영업외이익	9	(47)	8	9	(51)	(3)	54	0	(21)	(0)	0	0
세전이익	565	346	448	194	829	601	372	391	1,553	2,193	2,329	2,417
법인세비용	119	34	89	34	186	135	88	95	276	504	564	585
당기순손익	447	311	359	160	643	466	283	297	1,278	1,689	1,765	1,832
지배주주 순이익	443	307	356	155	637	461	280	292	1,261	1,671	1,743	1,809
그룹 NIM (%)	1.87	1.85	1.87	1.83	1.91	1.93	1.98	1.98	1.86	1.95	2.00	2.02
판매비율 (%)	51.2	57.5	53.0	75.4	44.0	49.2	67.5	61.7	59.1	55.5	52.0	51.8
대손비용률 (%)	0.32	0.44	0.42	0.28	0.14	0.35	0.37	0.34	0.37	0.30	0.35	0.37

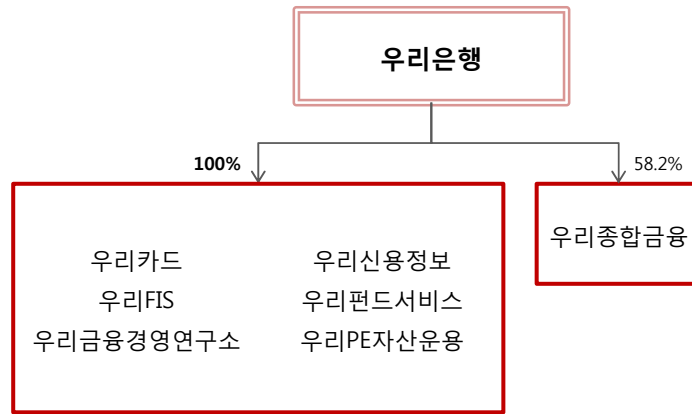
자료: 우리은행 SK 증권

우리은행 연도별 지배주주 순이익 및 ROE



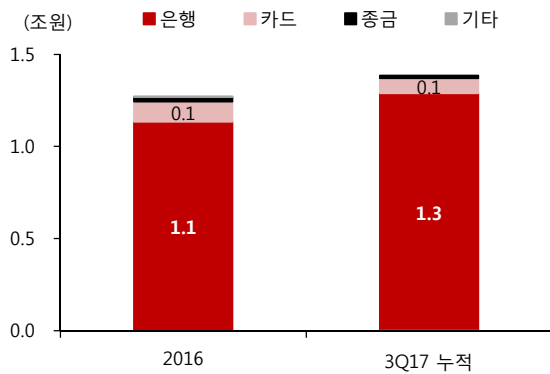
자료: 우리은행 SK 증권

우리은행의 주요 자회사 현황



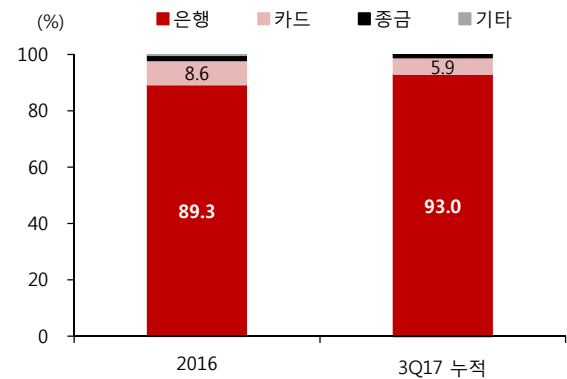
자료: 우리은행 SK 증권

우리은행의 주요 계열사별 순이익 규모



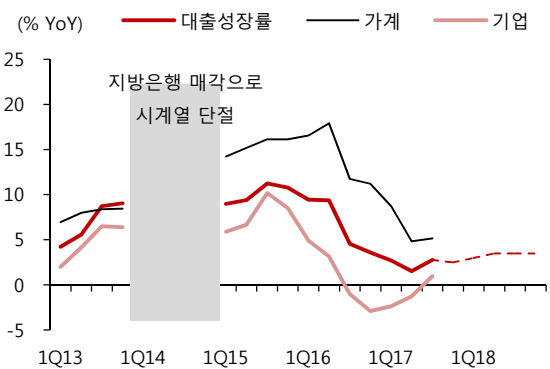
자료: 우리은행 SK 증권

우리은행의 주요 계열사별 순이익 비중



자료: 우리은행 SK 증권

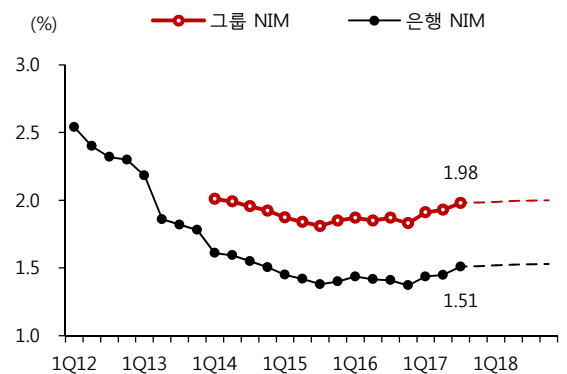
우리은행의 대출성장률 추이



자료: 우리은행 SK 증권

주: 점선은 은행 대출성장률 전망치

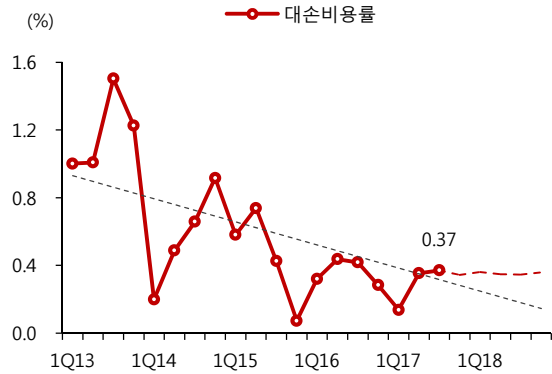
우리은행의 순이자마진 추이



자료: 우리은행 SK 증권

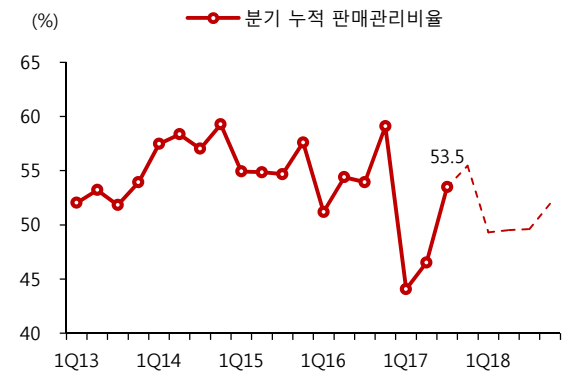
주: 점선은 전망치

우리은행의 대손비용률 추이



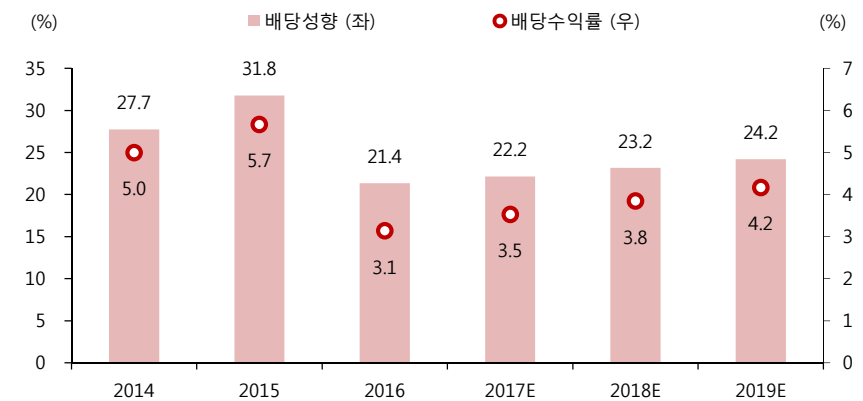
자료: 우리은행 SK 증권
주: 붉은 점선은 전망치

우리은행의 판관비율



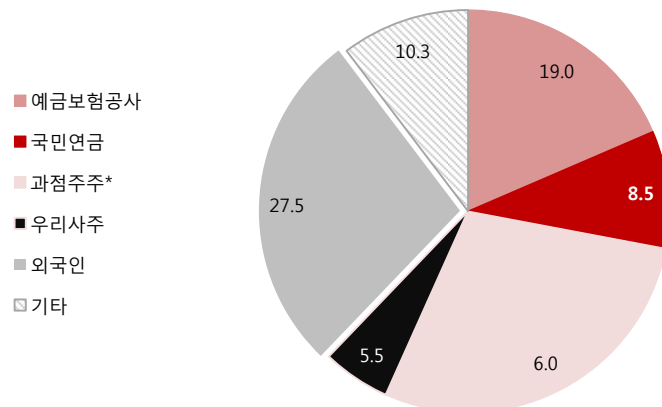
자료: 우리은행 SK 증권
주: 점선은 전망치

우리은행 배당성향 및 배당수익률



자료: 우리은행 SK 증권

우리은행의 주요 주주 현황

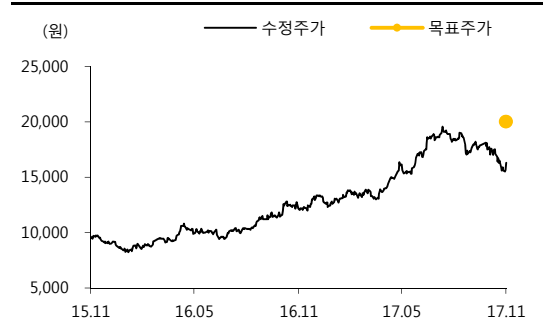


자료: 전자공시시스템 SK 증권

주: *과점주주는 IMM PE, 동양생명, 키움증권, 한화생명, 한투증권, 미래에셋자산, 유진자산 등

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비

2017.11.16 매수 20,000원 6개월



Compliance Notice

- 작성자(김도하)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 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 11 월 16 일 기준)

매수	89.54%	중립	10.46%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
현금및예치금	17,844	22,433	23,300	24,397	25,236
유가증권	34,153	37,893	39,788	42,175	44,706
대출채권	227,169	236,807	244,778	255,079	263,846
대손충당금	2,051	1,851	1,593	1,395	1,183
유형자산	3,709	3,798	3,944	4,130	4,272
무형자산	420	484	502	526	544
기타자산	10,615	11,120	11,975	12,975	12,080
자산총계	291,859	310,683	322,694	337,888	349,501
예수부채	209,142	221,020	229,185	238,871	247,553
차입부채	42,030	42,428	44,392	46,224	47,858
차입금	20,005	18,735	19,514	20,351	20,951
사채	22,024	23,693	24,877	25,872	26,907
기타금융업부채	0	0	0	0	0
기타부채	21,378	26,688	28,264	30,954	31,130
부채총계	272,549	290,137	301,841	316,049	326,542
지배주주지분	19,188	20,386	20,685	21,662	22,774
자본금	3,381	3,381	3,381	3,381	3,381
신종자본증권	3,334	3,575	3,018	2,763	2,603
자본잉여금	294	286	287	287	287
기타자본	-1,649	-1,641	-1,850	-1,850	-1,850
자기주식	-34	-34	-34	-34	-34
기타포괄손익누계액	102	173	71	71	71
이익잉여금	13,726	14,612	15,777	17,010	18,282
비지배주주지분	121	160	168	176	185
자본총계	19,310	20,546	20,853	21,839	22,960
부채및자본총계	291,859	310,683	322,694	337,888	349,501

성장률

월 결산(% YoY)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
대출채권	9.7	4.2	3.4	4.2	3.4
총자산	8.0	6.4	3.9	4.7	3.4
예수부채	10.9	5.7	3.7	4.2	3.6
차입부채	-1.5	0.9	4.6	4.1	3.5
총부채	8.1	6.5	4.0	4.7	3.3
총자본	6.7	6.4	1.5	4.7	5.1
일반영업이익	10.4	7.6	10.5	1.8	4.4
순이자손익	6.0	5.4	4.9	6.9	4.7
판매관리비	6.5	10.4	3.7	-4.6	4.0
충전영업이익	16.2	3.9	20.3	9.8	4.7
영업이익	50.6	16.5	39.3	6.2	3.8
세전이익	74.0	7.0	41.2	6.2	3.8
지배주주순이익	-12.8	19.1	32.5	4.3	3.8

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
일반영업이익	5,469	5,887	6,505	6,622	6,910
순이자손익	4,762	5,020	5,266	5,629	5,894
이자수익	8,698	8,512	8,599	9,250	9,965
이자비용	3,936	3,493	3,333	3,621	4,071
순수수료손익	977	937	1,067	1,116	1,150
수수료수익	1,757	1,865	2,062	2,146	2,210
수수료비용	781	928	995	1,029	1,060
금융상품관련손익	444	485	837	578	572
기타영업이익	-714	-555	-665	-702	-706
판매관리비	3,150	3,478	3,607	3,441	3,580
충전영업이익	2,318	2,408	2,898	3,181	3,330
대손충당금전입액	967	834	705	852	913
영업이익	1,352	1,574	2,193	2,329	2,417
영업외이익	100	-21	-0	0	0
세전이익	1,452	1,553	2,193	2,329	2,417
법인세비용	377	276	504	564	585
당기순이익	1,075	1,278	1,689	1,765	1,832
지배주주지분당기순이익	1,059	1,261	1,671	1,743	1,809

주요투자지표

월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
예대금리차	1.73	1.70	1.79	1.84	1.86
판매비용률	57.6	59.1	55.5	52.0	51.8
대손비용률	0.45	0.37	0.30	0.35	0.37
수익성 (%)					
ROE	5.7	6.3	8.1	8.2	8.1
ROA	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	1,573	1,873	2,481	2,589	2,687
수정 EPS	1,110	1,365	2,059	2,224	2,339
보통주 BPS	28,500	30,279	30,722	32,175	33,826
수정 BPS	28,500	30,279	30,722	32,175	33,826
보통주 DPS	500	400	550	600	650
기타지표					
보통주 PER (X)	5.6	6.8	6.6	6.3	6.1
수정 PER (X)	7.9	9.3	7.9	7.3	7.0
보통주 PBR (X)	0.31	0.42	0.53	0.51	0.48
수정 PBR (X)	0.31	0.42	0.53	0.51	0.48
배당성향 (%)	31.8	21.4	22.2	23.2	24.2
보통주 배당수익률 (%)	5.7	3.1	3.4	3.7	4.0