

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경회

kh.koo@sksecurities.co.kr

02-3773-9083

Company Data

자본금	3,401 십억원
발행주식수	68,016 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	8,523 십억원
주요주주	
예금보험공사	17.25%
국민연금공단	7.89%
외국인지분율	31.10%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/10/14)	11,800 원
KOSPI	2067.4 pt
52주 Beta	1.04
52주 최고가	16,000 원
52주 최저가	11,200 원
60일 평균 거래대금	20 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.2%	-6.1%
6개월	-17.5%	-10.9%
12개월	%	%

우리금융지주 (316140/KS | 중립(신규편입) | T.P 13,200 원(신규편입))

배당 확대보다는 M&A 가 더 중요한 상황

최근의 대손비용 개선은 장점, 낮은 자본적정성은 개선 가능하지만 일시적인 불확실성으로 작용할 것. 비은행 자회사를 인수할 필요성이 큰 상황이어서, 장기적으로는 M&A 성과가 기업가치에 매우 중요할 전망. 향후 2년 정도 이익과 배당 정체 가능성 있어서 '중립' 의견 제시

대손비용 개선은 장점, 낮은 자본적정성은 개선 가능하나 일시적인 불확실성

과거 우리금융은 대기업 의존도가 높아 장기간에 걸친 대기업 부실해소 과정에서 많은 대손비용을 기록한 바 있으나, 최근에는 이러한 약점이 많이 해소되었다. 오히려 환입금액이 많아 타 은행들에 비해 대손비용률이 오히려 낮다. 6월말 현재 보통주자본비율이 8.4%로 대형 금융지주 중에서 가장 낮다. 향후 내부등급법 적용시 크게 상승하겠지만, 현재의 낮은 자기자본비율은 배당과 관련하여 불확실성으로 작용한다.

비은행 자회사에 대한 M&A 필요성이 큰 상황

예전에는 배당성향이 꾸준하지 않고 당시 상황에 따라 변동 폭이 커 있으나, 2014년부터는 꾸준히 20%대 초반의 배당성향을 기록 중이다. 다만 향후 증권사 등 비은행 자회사에 대한 M&A 필요성이 있다는 점을 감안하면 현재보다 배당성향을 큰 폭으로 높일 여력은 부족한 것으로 판단된다.

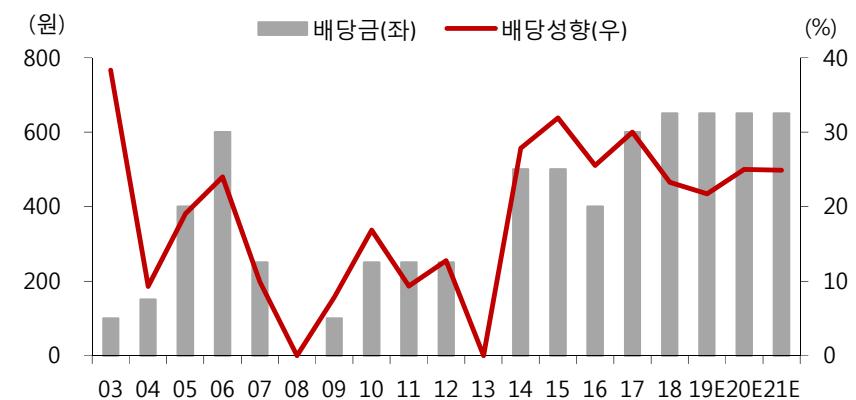
은행에 집중된 수익 구조는 약점, 향후 2년 정도 이익과 배당 정체 가능성

민영화를 위한 기업구조 재편 과정에서 그룹 내 은행업 의존도가 오히려 높아졌다라는 것은 약점으로 작용할 전망이다. 2019년 실적을 피크로 향후 2년 정도는 이익과 배당이 정체될 가능성이 높다. 배당할인모형을 적용하여 13,200 원의 목표주가와 '중립' 의견을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

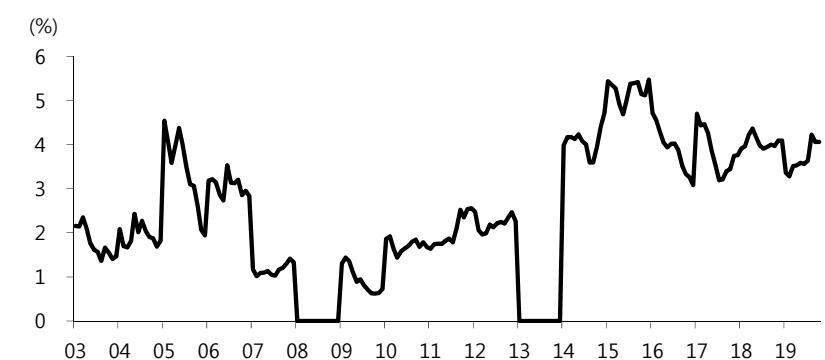
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	십억원	5,887	6,473	6,713	7,003	7,152	7,454
YoY	%	7.7	10.0	3.7	4.3	2.1	4.2
영업이익	십억원	3,493	2,157	2,759	3,044	2,649	2,661
YoY	%	-11.3	-38.3	27.9	10.3	-13.0	0.5
지배주주순이익	십억원	834	1,512	2,033	2,035	1,768	1,776
YoY	%	-13.7	81.3	34.5	0.1	-13.1	0.5
영업이익/총영업이익	%	59.3	33.3	41.1	43.5	37.0	35.7
총영업이익/자산	%	2.0	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9
수정 ROE	%	7.7	8.9	11.3	10.6	8.6	8.1
ROA	%	0.42	0.49	0.62	0.63	0.52	0.49
배당성향	%	21.4	26.8	21.6	21.7	25.0	26.8
수정 EPS	원	1,865	2,236	3,006	2,992	2,600	2,612
BPS	원	24,858	25,652	27,471	29,143	31,331	33,532
주당배당금	원	400	600	650	650	650	700
수정 PER	배	5.6	7.1	5.3	3.9	4.5	4.5
PBR	배	0.42	0.62	0.58	0.40	0.38	0.35
배당수익률	%	3.8	3.8	4.0	5.5	5.5	5.9

우리금융지주의 배당금과 배당성향 추이



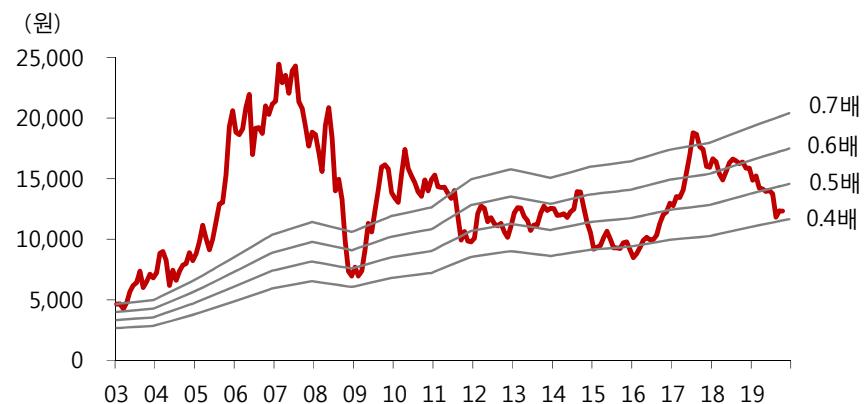
자료 우리금융지주, SK증권 추정

우리금융지주의 배당수익률 추이



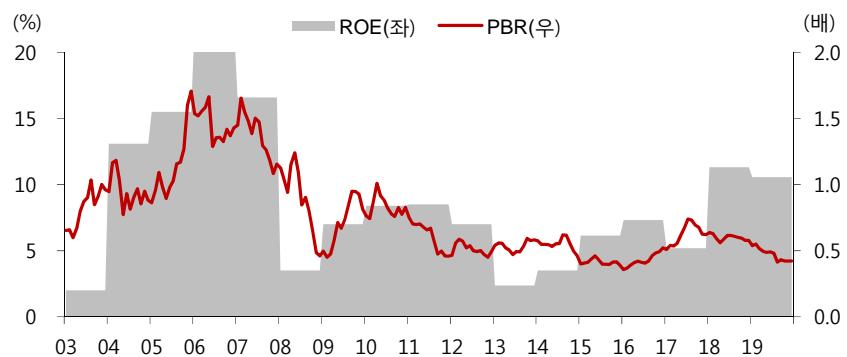
자료 우리금융지주, SK증권 추정

우리금융지주의 주가와 PBR 밴드



자료 우리금융지주, SK증권 추정

우리금융지주의 ROE 와 PBR (분기말 Forward) 추이



자료: 우리금융지주, SK 증권 추정

우리금융지주 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = D_1 / (K_e - g)$$

$$K_e = R_f + \text{Risk Premium}$$

- D_1 은 2021년 예상 배당금 700 원
- g 는 영구 배당성장을 $\rightarrow 0\%$
- R_f 는 국고채수익률 10년물 평균인 1.4%
- β 는 2000년 이후 배당수익률의 변동성을 고려 $\rightarrow 1.55$ 적용
- K_e 는 Risk Premium 계산 모델 3개를 평균 $\rightarrow 5.3\%$
 - 1) Macro Model $\rightarrow 3.6\%$
 - 2) 현재 주가를 역산한 모델 $\rightarrow 7.6\%$
 - 3) 업종배당수익률+영구 배당성장을 $\rightarrow 4.7\%$

$$\Rightarrow 700 원 / (5.3\% - 0\%) \approx 13,200 원$$

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
현금 및 예치금	6,908	6,748	7,045	7,626	8,327
유기증권	38,362	47,484	55,001	57,867	60,714
대출채권	267,106	282,458	299,618	313,048	330,296
대손충당금	1,770	1,865	1,743	1,854	1,988
유형자산	2,849	2,829	3,580	3,802	4,037
무형자산	519	598	653	674	696
기타자산	551	332	410	440	474
자산총계	316,295	340,447	365,653	382,783	403,848
예수부채	234,695	248,691	260,735	271,456	285,678
차입설부채	42,654	44,939	50,588	53,229	56,366
기타금융부채	17,320	21,443	29,912	31,999	33,995
비이자부채	1,061	3,422	1,161	1,234	1,323
부채총계	295,731	318,494	342,396	357,917	377,363
자체주주지분	20,366	21,740	19,822	21,310	22,807
자본금	3,381	3,381	3,401	3,401	3,401
신종자본증권	3,018	3,162	0	0	0
자본잉여금	286	286	312	312	312
이익잉여금	15,620	17,125	18,218	19,706	21,203
기타자본	-1,939	-2,214	-2,109	-2,109	-2,109
비자체주주지분	199	213	3,435	3,556	3,678
자본총계	20,565	21,953	23,257	24,866	26,485

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
총영업이익	6,473	6,713	7,003	7,152	7,454
이자이익	5,221	5,651	5,886	6,040	6,297
이자수익	8,551	9,684	10,700	11,121	11,659
이자비용	3,330	4,034	4,813	5,081	5,361
비이자이익	1,252	1,062	1,116	1,112	1,156
금융상품관련손익	213	387	283	250	250
수수료이익	1,070	1,070	1,135	1,112	1,156
보험손익	0	0	0	0	0
기타이익	-31	-395	-301	-250	-250
신용충당금비용	785	330	399	888	1,069
일반관리비	3,531	3,624	3,560	3,615	3,724
종업원관련비용	2,324	2,028	2,092	2,155	2,219
기타 판관비	1,207	1,596	1,418	1,461	1,504
영업이익	2,157	2,759	3,044	2,649	2,661
영업외이익	-207	46	-32	0	0
세전이익	1,950	2,805	3,011	2,649	2,661
법인세비용	419	753	804	718	722
법인세율 (%)	(21.5)	(26.9)	(26.7)	(27.1)	(27.1)
당기순이익	1,530	2,052	2,207	1,930	1,939
자체주주 순이익	1,512	2,033	2,035	1,768	1,776
비자체주주 순이익	18	18	172	162	163

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
수익성 지표					
수정ROE	8.9	11.3	10.6	8.6	8.1
ROA	0.49	0.62	0.63	0.52	0.49
NIM (순이자마진)	1.80	1.80	1.75	1.71	1.70
대손비용률	0.30	0.12	0.14	0.29	0.33
Cost-Income Ratio	54.5	54.0	50.8	50.6	50.0
ROA Breakdown					
총영업이익	2.06	2.04	1.98	1.91	1.90
이자이익	1.67	1.72	1.67	1.61	1.60
비이자이익	0.40	0.32	0.32	0.30	0.29
신용충당금비용	-0.25	-0.10	-0.11	-0.24	-0.27
일반관리비	-1.13	-1.10	-1.01	-0.97	-0.95
총영업이익 구성비					
이자이익	80.7	84.2	84.1	84.5	84.5
비이자이익	19.3	15.8	15.9	15.5	15.5
수수료이익	16.5	15.9	16.2	15.5	15.5
기타	2.8	-0.1	-0.3	0.0	0.0
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	11.0	11.4	9.6	12.0	12.1
Total BIS비율	15.4	15.9	11.0	14.0	14.1
NPL비율	0.85	0.54	0.45	0.48	0.49
총당금/NPL 비율	92.9	129.9	135.5	138.3	130.4

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	1.8	7.6	7.4	4.7	5.5
대출증가율	3.3	5.5	6.2	4.5	5.5
부채증가율	13.6	7.7	7.5	4.5	5.4
BPS증가율	3.2	7.1	6.1	7.5	7.0
총영업이익증가율	10.0	3.7	4.3	2.1	4.2
이자이익증가율	4.0	8.2	4.2	2.6	4.3
비이자이익증가율	44.4	-15.2	5.1	-0.4	4.0
일반관리비증가율	1.5	2.6	-1.8	1.5	3.0
지배주주 순이익증가율	19.9	34.5	0.1	-13.1	0.5
수정EPS증가율	19.9	34.5	-0.5	-13.1	0.5
배당금증가율	50.0	8.3	0.0	0.0	7.7
주당 지표 (원)					
EPS	2,236	3,006	2,992	2,600	2,612
수정EPS	2,236	3,006	2,992	2,600	2,612
BPS	25,652	27,471	29,143	31,331	33,532
주당배당금	600	650	650	650	700
배당성향 (%)	26.8	21.6	21.7	25.0	26.8
Valuation 지표					
수정PER(배)	7.1	5.3	3.9	4.5	4.5
PBR(배)	0.62	0.58	0.40	0.38	0.35
배당수익률 (%)	3.8	4.0	5.5	5.5	5.9

자료: 우리금융지주, SK 증권 추정