

아주캐피탈 인수 효과 기대

● 투자포인트

- ① 아주캐피탈 인수로 인한 긍정적인 효과 기대
- ② 과거와 달리 신용위험에서의 열위가 크게 축소
- ③ 증시 호황에 증권 자회사가 없다는 점은 약점

● 실적 전망 및 투자 코멘트

- 연간 1천억원 내외의 순이익이 기대되는 아주캐피탈 인수 효과가 실적에 반영될 것을 기대
- M&A 효과에 힘입어 2021년 순이익 22% 증가할 전망. 이익 증가율은 가장 높을 것으로 예상
- 과거와 달리 신용위험 측면에서 특별히 상대적인 약점이 사라졌다 는 점은 긍정적
- 업종 내에서도 은행 자회사의 이익 기여도가 높고 (81%), 본업인 은행업의 장기적인 성장 포텐셜이 낮다는 점은 단점. 증시 호황에 증권 자회사가 없다는 것도 약점
- 기업가치 평가 방법을 배당할인모형에서 '배당가능ROE-PBR' 모델로 변경하면서 목표주가를 11,200원으로 상향조정. 투자의견은 기존의 '중립' 유지

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률	
자본금	36,113 억원	주가(20/12/18)	9,950 원	주가(원)	(%)
발행주식수	72,227 만주	KOSPI	2772.18 pt	우리금융지주	5
자사주	0 만주	52주 Beta	1.10	KOSPI 대비 상대 수익률	0
액면가	5,000 원	52주 최고가	12,250 원		-5
시가총액	71,866 억원	52주 최저가	6,560 원		-10
주요주주		60일 평균 거래대금	179 억원	주가상승률	-15
예금보험공사	17.3%			1개월	-20
국민연금	9.9%			6개월	-25
외국인지분율	25.1%			12개월	-30
배당수익률	7.0%				-35
					-40

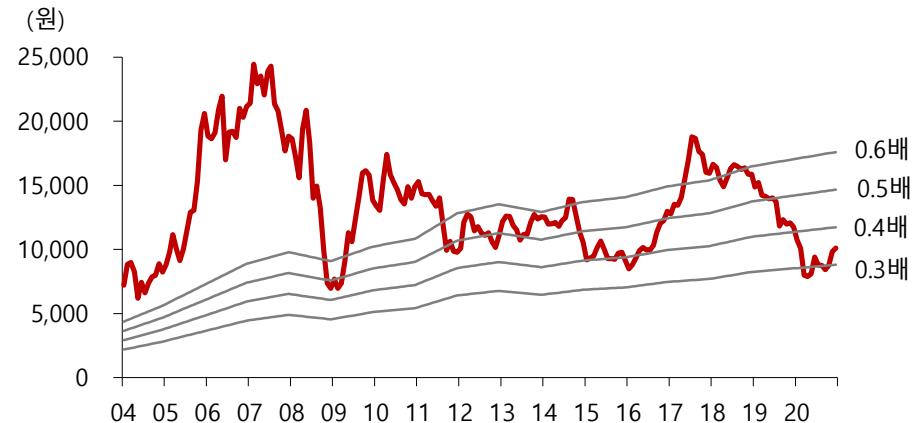
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
총영업이익	십억원	6,473	6,713	6,940	6,791	7,088	7,385
YoY	%	10.0	3.7	3.4	-2.1	4.4	4.2
영업이익	십억원	2,157	2,759	2,800	2,017	2,172	2,237
YoY	%	-38.3	27.9	1.5	-28.0	7.7	3.0
지배주주순이익	십억원	1,512	2,033	1,872	1,224	1,494	1,545
YoY	%	81.3	34.5	-7.9	-34.6	22.1	3.4
영업이익/총영업이익	%	33.3	41.1	40.3	29.7	30.6	30.3
총영업이익/자산	%	2.1	2.0	2.0	1.8	1.8	1.8
수정ROE	%	8.9	11.3	9.6	5.9	6.8	6.7
ROA	%	0.49	0.62	0.58	0.38	0.42	0.41
배당성향	%	26.8	21.6	25.4	27.8	27.3	27.5
수정EPS	원	2,236	3,006	2,753	1,800	2,197	2,271
BPS	원	25,652	27,471	28,401	29,328	31,157	32,962
주당배당금	원	600	650	700	500	600	625
수정PER	배	7.1	5.3	4.8	5.5	4.5	4.4
PBR	배	0.62	0.58	0.46	0.34	0.32	0.30
배당수익률	%	3.8	4.0	5.3	5.0	6.0	6.3

우리금융지주 (316140/KS | 중립(유지) | T.P 11,200원(상향))

Company Analysis

우리금융지주 주가와 PBR 밴드



자료: 우리금융지주, KRX, SK증권

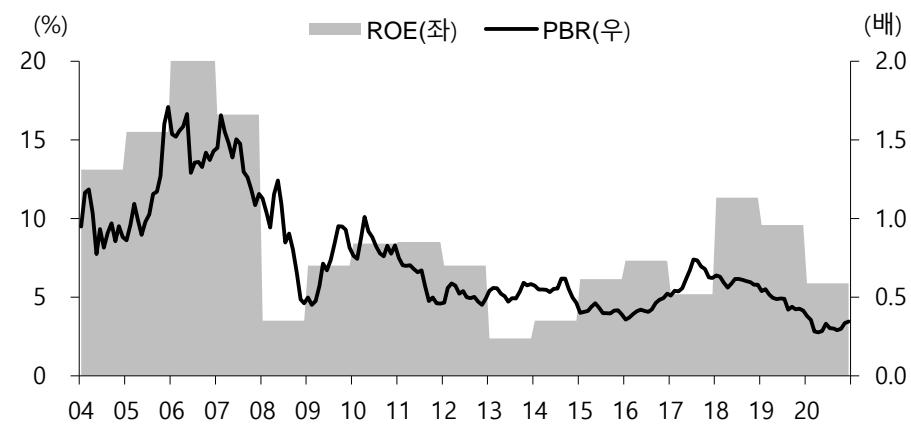
은행업종 PBR 대비 우리금융지주의 상대 PBR



자료: 우리금융지주, KRX, SK증권

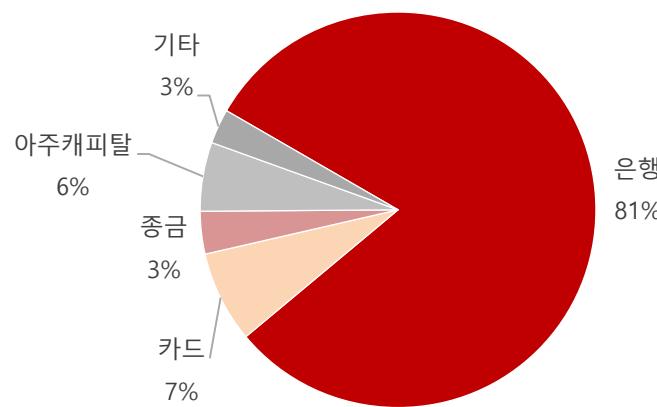
주: 업종 평균 PBR을 100%로 계산

우리금융지주의 PBR과 ROE 추이



자료: 우리금융지주, KRX, SK증권

자회사별 순이익 비중 (2020년 3Q 누적 기준)



자료: 우리금융지주, SK증권

주: 아주캐피탈은 4Q 자회사 편입

우리금융지주 (316140/KS | 종립(유지) | T.P 11,200원(상향))

Company Analysis

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
현금및예치금	6,748	6,393	8,745	9,527	10,367
유가증권	47,484	56,120	58,915	62,230	65,299
대출채권	282,458	293,718	312,575	329,281	343,952
대손충당금	1,865	1,600	1,758	1,863	1,982
유형자산	2,829	3,724	3,933	4,176	4,434
무형자산	598	844	806	832	859
기타자산	332	1,183	1,188	1,250	1,244
자산총계	340,447	361,981	386,161	407,296	426,155
예수부채	248,691	264,686	282,963	299,277	312,029
차입성부채	44,939	49,857	53,155	55,417	58,684
기타금융부채	21,443	20,785	22,477	23,364	24,717
비이자부채	3,422	1,161	1,232	1,458	1,517
부채총계	318,494	336,488	359,827	379,517	396,947
지배주주지분	21,740	21,510	22,879	24,199	25,503
자본금	3,381	3,611	3,611	3,611	3,611
신종자본증권	3,162	998	1,696	1,696	1,696
자본잉여금	286	626	627	627	627
이익잉여금	17,125	18,525	19,241	20,562	21,866
기타자본	-2,214	-2,249	-2,297	-2,297	-2,297
비지배주주지분	213	3,982	3,456	3,580	3,705
자본총계	21,953	25,492	26,334	27,779	29,208

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
총영업이익	6,713	6,940	6,791	7,088	7,385
이자이익	5,651	5,894	5,918	6,148	6,431
이자수익	9,684	10,577	9,451	9,360	9,810
이자비용	4,034	4,683	3,534	3,211	3,379
비이자이익	1,062	1,047	874	939	954
금융상품관련손익	387	329	245	335	310
수수료이익	1,070	1,103	960	999	1,039
보험손익	0	0	0	0	0
기타이익	-395	-385	-331	-394	-394
신용충당금비용	330	374	821	843	954
일반관리비	3,624	3,766	3,954	4,072	4,194
종업원관련비용	2,028	2,391	2,512	2,587	2,665
기타 판관비	1,596	1,375	1,442	1,485	1,529
영업이익	2,759	2,800	2,017	2,172	2,237
영업외이익	46	-77	-138	105	111
세전이익	2,805	2,723	1,879	2,277	2,348
법인세비용	753	685	458	616	636
법인세율 (%)	(26.9)	(25.2)	(24.4)	(27.1)	(27.1)
당기순이익	2,052	2,038	1,421	1,661	1,712
지배주주순이익	2,033	1,872	1,224	1,494	1,545
비지배지분순이익	18	165	197	166	167

투자지표

12월 결산(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성 지표					
수정ROE	11.3	9.6	5.9	6.8	6.7
ROA	0.62	0.58	0.38	0.42	0.41
NIM (순이자마진)	1.80	1.71	1.59	1.61	1.64
대손비율	0.12	0.13	0.27	0.26	0.28
Cost-Income Ratio	54.0	54.3	58.2	57.5	56.8
ROA Breakdown					
총영업이익	2.04	1.98	1.82	1.79	1.77
이자이익	1.72	1.68	1.58	1.55	1.54
비이자이익	0.32	0.30	0.23	0.24	0.23
신용총당금비용	-0.10	-0.11	-0.22	-0.21	-0.23
일반관리비	-1.10	-1.07	-1.06	-1.03	-1.01
총영업이익 구성비					
이자이익	84.2	84.9	87.1	86.7	87.1
비이자이익	15.8	15.1	12.9	13.3	12.9
수수료이익	15.9	15.9	14.1	14.1	14.1
기타	-0.1	-0.8	-1.3	-0.8	-1.1
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	11.4	8.4	10.6	10.7	10.7
Total BIS비율	15.9	11.9	14.3	14.4	14.5
NPL비율	0.52	0.45	0.40	0.39	0.40
총당금/NPL 비율	129.8	134.0	153.6	154.8	155.9

자료: 우리금융지주, SK증권

목표주가 산정식

Target Price = Target PBR X BPS

Target PBR = ROE / (Ke - g)

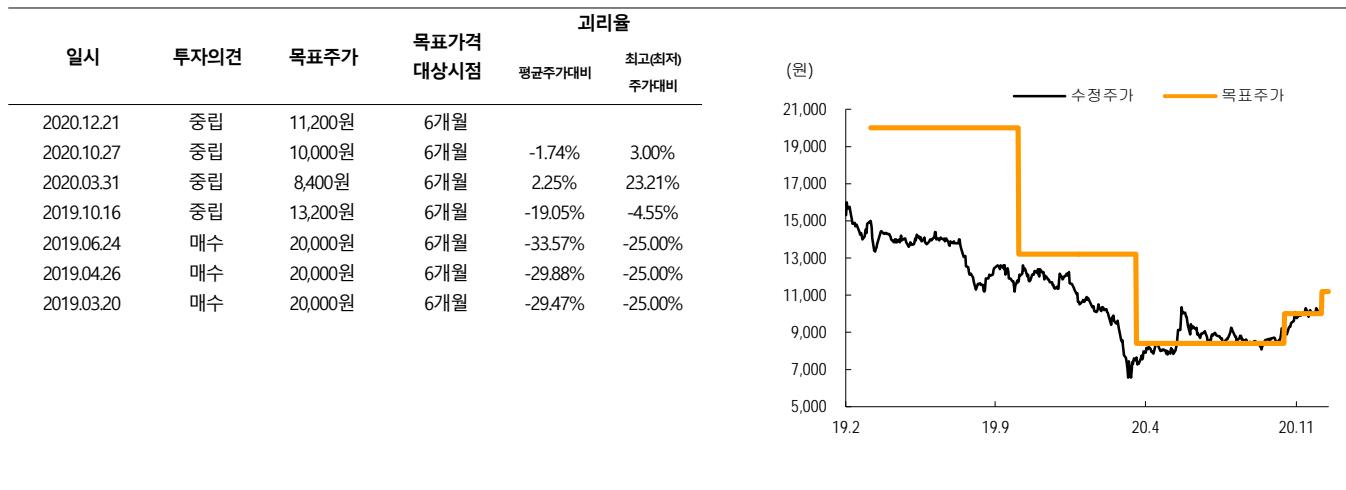
Ke = Rf + ($\beta \times$ Market Risk Premium)

- ROE = 2021~2022년 예상치 6.8%에 장기 배당성향을 35%로 적용하여 계산된 <배당가능 ROE> 2.4%를 적용
 - g는 영구배당성장을 → 0.8% 가정
 - Rf는 국고채수익률 장기 전망치인 0.9%
 - β 는 1.26 적용 (60개월 월간 기준으로 2016년 이후 평균치)
 - BPS(주당순자산가치)는 2020년말 예상치 29,328원
 - 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 = 0.9% + 1.26 X 4.8 = 7.0%
- ⇒ 2.4% / (7.0% - 0.8%) X 29,328원 ≈ 11,200원

자료: SK증권

Compliance Notice

우리금융지주(316140/KS)



Compliance Notice

- 작성자는 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 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15%→ 중립 / -15%미만 → 매도