

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경회

kh.koo@sk.com

02-3773-9083

Company Data

자본금	36,113 억원
발행주식수	72,227 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	67,388 억원
주요주주	
예금보험공사	17.25%
국민연금공단	9.88%
외국인지분률	25.00%
배당수익률	7.50%

Stock Data

주가(21/02/05)	9,330 원
KOSPI	3120.63 pt
52주 Beta	1.04
52주 최고가	10,500 원
52주 최저가	6,560 원
60일 평균 거래대금	223 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.9%	-7.0%
6개월	9.0%	-19.2%
12개월	-9.0%	-36.8%

우리금융지주 (316140/KS | 중립(유지) | T.P 10,200 원(하향))

타 은행지주들에 비해 부진한 4Q 실적

4Q20 지배주주순이익은 시장 컨센서스를 하회하여, 타 은행지주들에 비해서는 아쉬운 결과를 기록. 예상보다 대출 증가율이 높아 2021년 순이익을 1조 5,570 억원으로 4% 상향조정하지만, 여전히 컨센서스보다는 낮은 편. 아직 배당금은 결정되지 않았으나, 장기적인 배당 기대치를 낮추면서 목표주가를 10,200 원으로 하향조정

4Q20 실적은 시장 기대치를 소폭 하회

4Q20 지배주주순이익은 1,670 억원으로 시장 컨센서스인 2,630 억원을 하회했다. 타 은행지주회사들이 대부분 실적 컨센서스를 상회하거나 근접한 것과 비교할 때, 다소 아쉬운 결과다. 증권자회사가 없어서 비이자이익이 상대적으로 부진했던 것이 컨센서스를 하회한 이유로 판단된다. 다만 4Q 실적은 계절적으로 변동성이 크기 때문에, 이 정도의 실적 미스는 큰 사안은 아니다.

2021년 이익 추정치를 4% 상향조정하지만, 컨센서스보다는 낮은 편

순이자마진은 4bps 하락했으나, 우리의 예상보다 대출 증가율이 높아 2021년 실적은 이자이익을 늘려 잡을 필요가 있었다. 종합적인 점을 고려하여 2021년 순이익 추정치를 1조 4,940 억원에서 1조 5,570 억원으로 4% 상향조정한다. 당사 추정치는 컨센서스(1조 6,370 억원)에 비해서 여전히 낮은 편이다.

장기적인 배당 기대치를 낮추면서 목표주가 10,200 원으로 하향조정

이번 실적 발표에도 배당금은 아직 결정된 바 없다. 다만 은행업 전체적으로 감독 당국의 배당금 축소 권고를 감안할 때, 향후 배당에 대한 기대치를 낮춰야 할 필요가 있다. 장기적인 배당성향 기대치를 기존 35%에서 30%로 내리면서, 목표주가를 기존 11,200 원에서 10,200 원으로 하향조정한다. 기존의 '중립' 의견을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
총영업이익	억원	6,473	6,713	6,940	6,821	7,325	7,635
YoY	%	10.0	3.7	3.4	-1.7	7.4	4.2
영업이익	억원	2,157	2,759	2,800	2,080	2,320	2,399
YoY	%	-38.3	27.9	1.5	-25.7	11.5	3.4
지배주주순이익	억원	1,512	2,033	1,872	1,307	1,557	1,617
YoY	%	81.3	34.5	-7.9	-30.2	19.1	3.9
영업이익/총영업이익	%	33.3	41.1	40.3	30.5	31.7	31.4
총영업이익/자산	%	2.1	2.0	2.0	1.8	1.8	1.8
수정ROE	%	8.9	11.3	9.6	6.3	7.1	6.9
ROA	%	0.49	0.62	0.58	0.40	0.43	0.42
배당성향	%	26.8	21.6	25.4	20.3	21.8	23.1
수정EPS	원	2,236	3,006	2,753	1,922	2,288	2,378
BPS	원	25,652	27,471	28,401	29,294	31,375	33,437
주당배당금	원	600	650	700	390	500	550
수정PER	배	7.1	5.3	4.8	4.7	4.1	3.9
PBR	배	0.62	0.58	0.46	0.31	0.30	0.28
배당수익률	%	3.8	4.0	5.3	4.3	5.4	5.9

주: 2021년 이후 추정치에 아주캐피탈 부분은 편의상 영업외이익으로 포함시킴

2020년 4분기 우리금융지주 연결실적 요약

(십억원)	4Q20 실적			전년동기실적	
	잠정치	SK 추정치	컨센서스	4Q19	YoY
총영업이익	1,698	1,669	-	1,721	-1.3
이자이익	1,571	1,540	-	1,477	6.4
비이자이익	127	129	-	244	-47.9
판관비	1,267	1,265	-	1,240	2.2
대손비용	197	234	-	51	290.1
영업이익	233	170	339	430	-45.8
지배주주순이익	167	84	263	206	-19.1

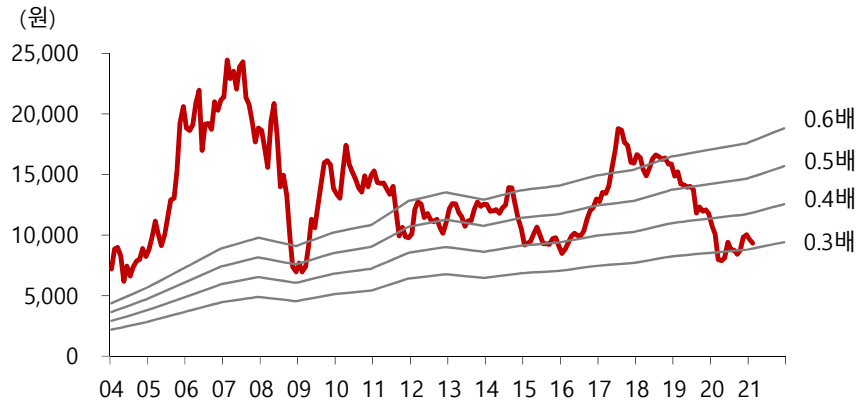
자료: 우리금융지주, SK 증권

우리금융지주에 대한 실적 추정치 변경 내용

(십억원)	변경된 추정치		기존 추정치		시장 컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
총영업이익	7,325	7,635	7,088	7,385	-	-
영업이익	2,320	2,399	2,172	2,237	2,440	2,669
지배주주순이익	1,557	1,617	1,494	1,545	1,637	1,765
수정 ROE(%)	7.1	6.9	6.8	6.7	-	-
주당배당금(원)	500	550	600	625	-	-

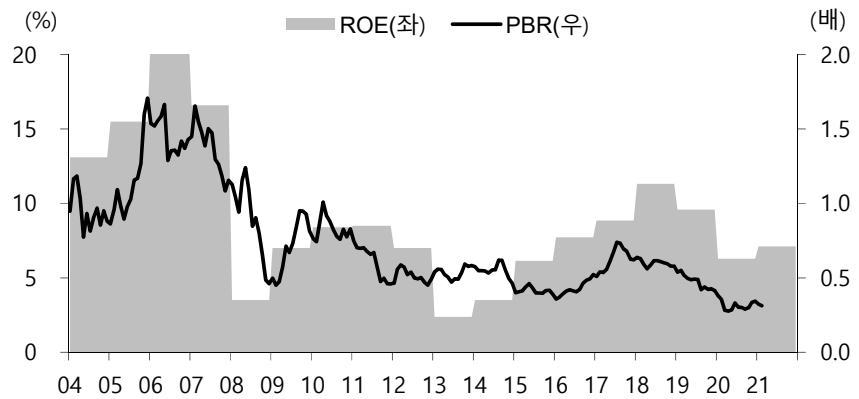
자료: 우리금융지주, SK 증권

우리금융지주의 주가와 PBR 밴드



자료: 우리금융지주, SK 증권

우리금융지주의 ROE와 PBR 추이



자료: 우리금융지주, SK 증권

우리금융지주 목표주가 계산 방법

$$\text{Target Price} = \text{Target PBR} \times \text{BPS}$$

$$\text{Target PBR} = \text{ROE} / (\text{Ke} - g)$$

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

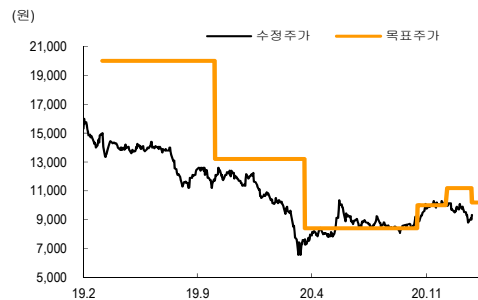
- ROE = 2021~2022 년 예상치에 장기 배당성향 기대치를 30% (기존 35%에서 하향조정)로 적용하여 계산된 '배당가능 ROE' 2.1%를 적용
- g 는 영구배당성장률 → 0.7% 가정
- Rf 는 국고채수익률 장기 전망치인 0.9%
- β 는 60 개월 주식베타인 1.25 적용
- BPS(주당순자산가치)는 2021 년 6 월말 예상치 30,284 원 → 시간 경과를 감안해 2020 년말 수치에서 변경
- Risk Premium 다모다란 교수가 제시한 신흥국의 ERP 추정식을 활용 → 4.8%
 - 미국의 Risk Premium 5.02%
 - S&P500 과 KOSPI 의 상대변동성 0.91
 - 한국의 CDS 프리미엄 (0.25%) 등 반영
- $\text{Ke} = 0.9\% + 1.25 \times 4.8 = 7.0\%$

$$\Rightarrow 2.1\% / (7.0\% - 0.7\%) \times 30,284 \text{ 원} \approx 10,200 \text{ 원}$$

(11,200 원에서 하향조정)

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.02.05	중립	10,200원	6개월		
2020.12.21	중립	11,200원	6개월	-14.06%	-9.38%
2020.10.27	중립	10,000원	6개월	-1.74%	3.00%
2020.03.31	중립	8,400원	6개월	2.25%	23.21%
2019.10.16	중립	13,200원	6개월	-19.05%	-4.55%
2019.06.24	매수	20,000원	6개월	-33.57%	-25.00%
2019.04.26	매수	20,000원	6개월	-29.88%	-25.00%
2019.03.20	매수	20,000원	6개월	-29.47%	-25.00%



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 (2021년 2월 5일 기준)

매수	88.62%	중립	11.38%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
현금및예치금	6,748	6,393	9,991	10,864	11,801
유가증권	47,484	56,120	61,813	65,297	68,522
대출채권	282,458	293,718	320,106	337,313	352,340
대손충당금	1,865	1,600	1,918	2,034	2,164
유형자산	2,829	3,724	3,990	4,237	4,499
무형자산	598	844	792	818	844
기타자산	332	1,183	2,389	2,568	2,638
자산총계	340,447	361,981	399,081	421,097	440,644
예수부채	248,691	264,686	291,477	308,283	321,260
차입성부채	44,939	49,857	58,225	60,702	64,281
기타금융부채	21,443	20,785	21,421	22,267	23,551
비이자부채	3,422	1,161	1,232	1,458	1,517
부채총계	318,494	336,488	372,355	392,710	410,608
지배주주지분	21,740	21,510	23,054	24,556	26,046
자본금	3,381	3,611	3,611	3,611	3,611
신종자본증권	3,162	998	1,895	1,895	1,895
자본잉여금	286	626	626	626	626
이익잉여금	17,125	18,525	19,268	20,771	22,261
기타자본	-2,214	-2,249	-2,347	-2,347	-2,347
비지배주주지분	213	3,982	3,672	3,830	3,989
자본총계	21,953	25,492	26,726	28,387	30,036

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
총영업이익	6,713	6,940	6,821	7,325	7,635
이자이익	5,651	5,894	5,999	6,330	6,622
이자수익	9,684	10,577	9,524	9,653	10,118
이자비용	4,034	4,683	3,525	3,324	3,496
비이자이익	1,062	1,047	822	995	1,013
금융상품관련손익	387	329	183	335	310
수수료이익	1,070	1,103	1,014	1,055	1,097
보험손익	0	0	0	0	0
기타이익	-395	-385	-374	-394	-394
신용충당금비용	330	374	784	930	1,038
일반관리비	3,624	3,766	3,956	4,075	4,197
중입원관련비용	2,028	2,391	2,533	2,609	2,687
기타 판관비	1,596	1,375	1,424	1,466	1,510
영업이익	2,759	2,800	2,080	2,320	2,399
영업외이익	46	-77	-79	105	111
세전이익	2,805	2,723	2,001	2,425	2,510
법인세비용	753	685	486	657	680
법인세율 (%)	(26.9)	(25.2)	(24.3)	(27.1)	(27.1)
당기순이익	2,052	2,038	1,515	1,768	1,830
지배주주순이익	2,033	1,872	1,307	1,557	1,617
비지배주주순이익	18	165	208	211	212

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성 지표					
수정ROE	11.3	9.6	6.3	7.1	6.9
ROA	0.62	0.58	0.40	0.43	0.42
NIM (순이자마진)	1.80	1.71	1.57	1.59	1.63
대손비용률	0.12	0.13	0.25	0.28	0.30
Cost-Income Ratio	54.0	54.3	58.0	55.6	55.0
ROA Breakdown					
총영업이익	2.04	1.98	1.79	1.79	1.77
이자이익	1.72	1.68	1.58	1.54	1.54
비이자이익	0.32	0.30	0.22	0.24	0.23
신용충당금비용	-0.10	-0.11	-0.21	-0.23	-0.24
일반관리비	-1.10	-1.07	-1.04	-0.99	-0.97
총영업이익 구성비					
이자이익	84.2	84.9	87.9	86.4	86.7
비이자이익	15.8	15.1	12.1	13.6	13.3
수수료이익	15.9	15.9	14.9	14.4	14.4
기타	-0.1	-0.8	-2.8	-0.8	-1.1
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	11.4	8.4	10.0	10.2	10.4
Total BIS비율	15.9	11.9	13.7	14.0	14.2
NPL비율	0.52	0.45	0.42	0.39	0.40
총당금/NPL 비율	129.8	134.0	151.9	154.8	155.9

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	7.6	6.3	10.2	5.5	4.6
대출증가율	5.5	4.1	9.0	5.4	4.5
부채증가율	7.7	5.6	10.7	5.5	4.6
BPS증가율	7.1	3.4	3.1	7.1	6.6
총영업이익증가율	3.7	3.4	-1.7	7.4	4.2
이자이익증가율	8.2	4.3	1.8	5.5	4.6
비이자이익증가율	-15.2	-1.4	-21.4	21.0	1.7
일반관리비증가율	2.6	3.9	5.0	3.0	3.0
지배주주순이익증가율	34.5	-7.9	-30.2	19.1	3.9
수정EPS증가율	34.5	-8.4	-30.2	19.1	3.9
배당금증가율	8.3	7.7	-44.3	28.2	10.0
주당 지표 (원)					
EPS	3,006	2,753	1,922	2,288	2,378
수정EPS	3,006	2,753	1,922	2,288	2,378
BPS	27,471	28,401	29,294	31,375	33,437
주당배당금	650	700	390	500	550
배당성향 (%)	21.6	25.4	20.3	21.8	23.1
Valuation 지표					
수정PER(배)	5.3	4.8	4.7	4.1	3.9
PBR(배)	0.58	0.46	0.31	0.30	0.28
배당수익률 (%)	4.0	5.3	4.3	5.4	5.9

자료: 우리금융지주, KRX, SK 증권 추정

주: 2021년 이후 추정치에 아주캐피탈 부분은 편의상 영업외이익으로 포함시킴