SK COMPANY Analysis

SK securities

우리금융지주 (316140/KS | 중립(유지) | T.P 12,400 원(상향))

예상보다 우수했던 2 분기 실적

2Q21 실적은 대손비용, 이자이익, 비이자이익 골고루 개선되면서 예상치를 상회. 양호한 분기실적은 단기적으로 주가에 긍정적으로 작용할 전망. 다만 이번 분기처럼 낮은 대손비용률을 장기적으로 유지할 수 있을지는 불확실성이 있음. 실적추정치 변경을 감안하여 목표주가를 12,400 원으로 상향조정, 투자의견은 '중립' 유지

2Q 실적은 대손비용, 이자이익, 비이자이익 골고루 개선되면서 예상치를 상회

2Q21 지배주주순이익은 7,530 억원으로 시장 컨센서스 (6,170 억원)를 크게 상회했다. 대손비용이 690 억원으로 전년동기대비 79%나 감소한 것에 의한 영향이 컸다. 뿐만 아니라 이자이익과 비이자이익 모두 시장 기대치를 상회하는 실적을 거뒀다. 2Q 실적은 단기적으로 주가에 긍정적으로 작용할 전망이다.

기존 실적 추정치는 과도하게 낮았으며, 2Q 호조세를 반영하여 상향조정

2Q 의 실적 호전을 반영하여 2021 년 연간 지배주주순이익 추정치를 2 조 2,550 억원으로 26% 상향조정한다. 다만 기존 수치는 당사 (SK 증권)가 과도하게 낮게 본 측면이 있으며, 시장 컨센서스는 실적 발표 전 기준으로 2 조 130 억원에 달해 있었다. 2022 년 지배주주순이익 추정치는 1 조 9,820 억원으로 5%만 상향조정한다. 2021 년만큼 낮은 대손비용률이 유지되기 힘들 것으로 가정했기 때문이다.

목표주가 11,400 원→ 12,400 원 상향조정

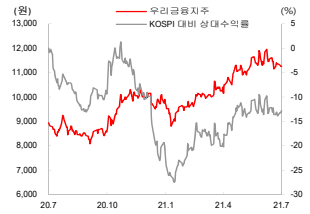
실적 추정치 변경을 감안하여 목표주가를 11,400 원에서 12,400 원으로 상향조정한다. 목표주가 상승 폭이 낮은 것은 2021 년보다 2022 년 추정치에 2 배의 가중치를 준데다, 최근 금리 상승을 반영하여 할인율을 1.1%에서 1.3%로 높였기 때문이다. 현 주가 대비 상승 여력이 크지 않아 기존의 '중립' 의견을 유지한다.

Analyst
구경회
kh.koo@sks.co.kr
02-3773-9083

Company Data	
자본금	36,113 억원
발행주식수	72,227 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	81,255 억원
주요주주	
예금보험공사	15.25%
국민연금공단	9.88%
외국인지분률	25.70%
배당수익률	3.20%

Stock Data	
주가(21/07/22)	11,650 원
KOSPI	3250.21 pt
52주 Beta	0.73
52주 최고가	11,950 원
52주 최저가	8,080 원
60일 평균 거래대금	245 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.4%	0.3%
6개월	16.7%	14.7%
12개월	25.8%	-12.8%

영업실적 및 투자지표

	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
총영업이익	십억원	6,713	6,940	6,821	7,974	8,243	8,607
YoY	*%*	*3.7*	*3.4*	*-1.7*	*16.9*	*3.4*	*4.4*
영업이익	십억원	2,759	2,800	2,080	3,310	3,084	3,149
YoY	*%*	*27.9*	*1.5*	*-25.7*	*59.1*	*-6.8*	*2.1*
지배주주순이익	십억원	2,033	1,872	1,307	2,255	1,982	2,033
YoY	*%*	*34.5*	*-7.9*	*-30.2*	*72.5*	*-12.1*	*2.6*
영업이익/총영업이익	%	41.1	40.3	30.5	41.5	37.4	36.6
총영업이익/자산	%	2.0	2.0	1.8	1.9	1.9	1.9
수정 ROE	%	11.3	9.6	6.3	10.1	8.2	7.8
ROA	%	0.62	0.58	0.40	0.60	0.51	0.50
배당성향	%	21.6	25.4	18.7	21.1	22.3	23.4
수정 EPS	원	3,006	2,753	1,922	3,315	2,914	2,989
BPS	원	27,471	28,401	29,294	32,440	34,890	37,459
주당배당금	원	650	700	360	700	650	700
수정 PER	배	5.3	4.8	4.7	3.5	4.0	3.9
PBR	배	0.58	0.46	0.31	0.36	0.33	0.31
배당수익률	%	4.0	5.3	4.0	6.0	5.6	6.0

Analyst 구경회 kh.koo@sks.co.kr / 02-3773-9083

우리금융지주의 2Q21 실적 요약

(십억원)	2Q21 실적		전년동기실적	
	잠정치	컨센서스	2Q20	YoY
총영업이익	2,057	1,951	1,632	26.0
이자이익	1,703	1,654	1,478	15.2
비이자이익	354	297	154	129.5
판관비	938	929	897	4.6
대손비용	69	150	336	-79.5
영업이익	1,050	872	399	163.0
지배주주순이익	753	617	142	428.7

자료: 우리금융지주, FnGuide, SK 증권 추정

우리금융지주의 실적 추정치 변경 내용

(십억원)	변경된 추정치		기존 추정치		시장 컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
총영업이익	7,974	8,243	7,661	8,150	4,449	4,690
영업이익	3,310	3,084	2,652	2,847	3,009	3,128
지배주주순이익	2,255	1,982	1,783	1,889	2,013	2,082
수정 ROE(%)	10.1	8.2	8.1	8.0	-	-
주당배당금(원)	700	650	550	600	719	750

자료: 우리금융지주, FnGuide, SK 증권 추정

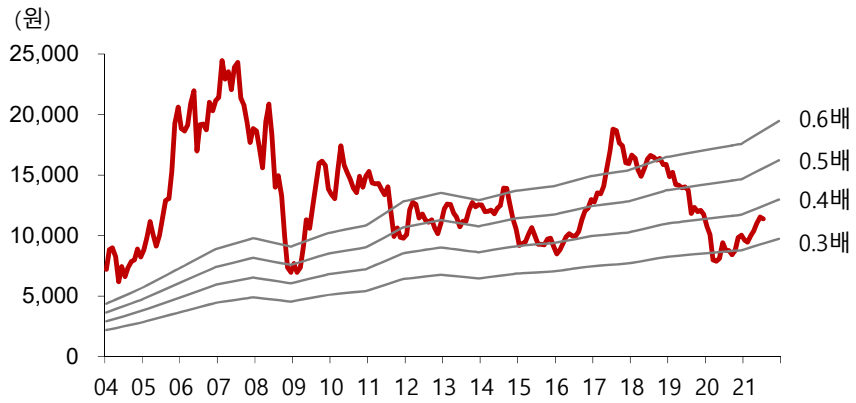
우리금융지주 목표주가 계산 방법

- Target Price = Target PBR X BPS
- Target PBR = ROE / (Ke – g)
- Ke = Rf + (ß X Market Risk Premum)
- ROE = 2021~2022 년 예상치 (2022 년 수치에 2 배의 가중치 적용한 8.8%)에 장기 배당성향을 30%로 적용하여 계산된 <배당가능 ROE> 2.6%를 적용
- g 는 영구배당성장률 → 0.7% 가정
- Rf 는 국고채수익률 장기 전망치인 1.3% (기존 1.1%에서 변경)
- ß 는 1.25 적용 (60 개월 월간 기준)
- BPS (주당순자산가치)는 2021 년 6 월말 예상치 31,102 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
- Ke = 1.3% + 1.25 X 4.8 = 7.4%

⇒ 2.6% / (7.4% - 0.7%) X 31,102 원 ≒ 12,400 원 (11,400 원에서 상향조정)

자료: SK 증권

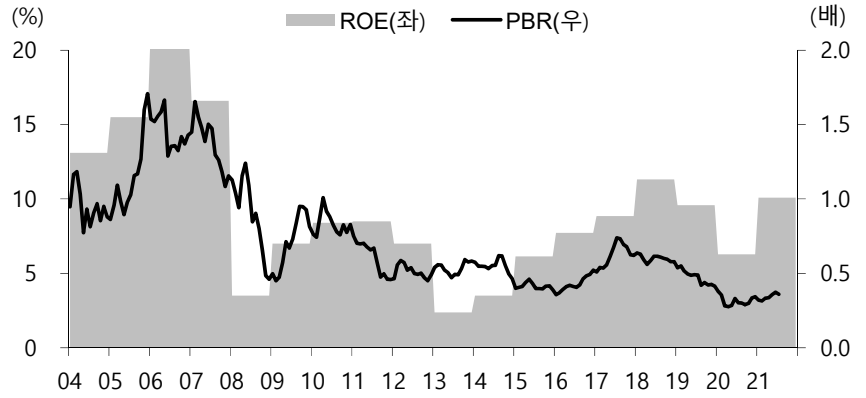
우리금융지주의 주가와 PBR 밴드



자료: KRX, 우리금융지주, SK 증권 추정

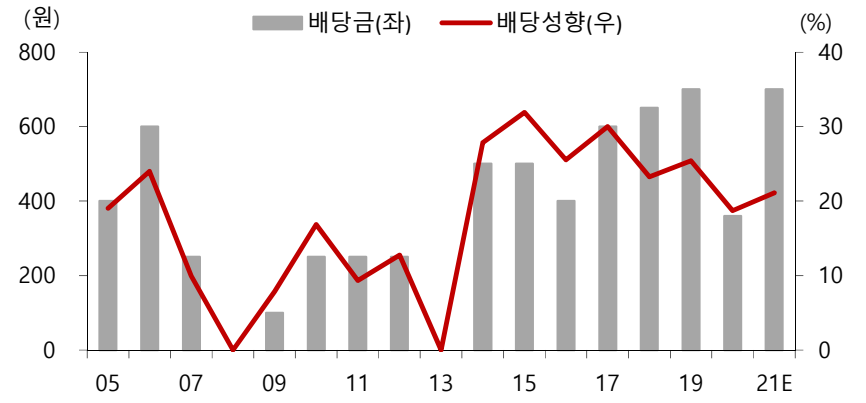
Analyst 구경회 kh.koo@sks.co.kr / 02-3773-9083

우리금융지주의 ROE 와 PBR (분기말 Forward) 추이



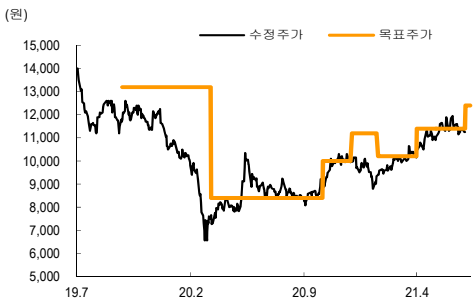
자료: KRX, 우리금융지주, SK 증권 추정

우리금융지주의 배당금과 배당성향 추이



자료: 우리금융지주, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.07.22	중립	12,400원	6개월		
2021.04.22	중립	11,400원	6개월	-1.37%	4.82%
2021.02.08	중립	10,200원	6개월	-2.21%	4.41%
2020.12.21	중립	11,200원	6개월	-14.14%	-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%



Compliance Notice

- 작성자(구경회)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 3 자에게 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 7 월 22 일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%

Analyst 구경회 kh.koo@sks.co.kr / 02-3773-9083

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
현금및예치금	6,393	9,991	10,842	11,777	12,781
유가증권	56,120	61,813	61,014	64,021	67,053
대출채권	293,718	320,106	351,662	367,328	381,397
대손충당금	1,600	1,918	2,001	2,130	2,282
유형자산	3,724	3,990	4,237	4,499	4,777
무형자산	844	792	788	814	840
기타자산	1,183	2,389	1,441	1,437	1,463
자산총계	**361,981**	**399,081**	**429,985**	**449,877**	**468,310**
예수부채	264,686	291,477	308,872	321,556	332,928
차입성부채	49,857	58,225	64,067	67,657	71,139
기타금융부채	20,785	21,421	26,458	28,089	29,581
비이자부채	1,161	1,232	1,395	1,416	1,450
부채총계	**336,488**	**372,355**	**400,793**	**418,718**	**435,098**
지배주주지분	**21,510**	**23,054**	**25,525**	**27,295**	**29,150**
자본금	3,611	3,611	3,611	3,611	3,611
신종자본증권	998	1,895	2,095	2,095	2,095
자본잉여금	626	626	631	631	631
이익잉여금	18,525	19,268	21,364	23,134	24,990
기타자본	-2,249	-2,347	-2,177	-2,177	-2,177
비지배주주지분	3,982	3,672	3,667	3,864	4,062
자본총계	**25,492**	**26,726**	**29,192**	**31,159**	**33,213**

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
총영업이익	**6,940**	**6,821**	**7,974**	**8,243**	**8,607**
이자이익	**5,894**	**5,999**	**6,794**	**7,158**	**7,347**
이자수익	10,577	9,524	9,566	10,024	10,291
이자비용	4,683	3,525	2,772	2,866	2,943
비이자이익	**1,047**	**822**	**1,179**	**1,085**	**1,259**
금융상품관련손익	329	183	267	270	310
수수료이익	1,103	1,014	1,417	1,346	1,400
보험손익	0	0	0	0	0
기타이익	-385	-374	-505	-531	-450
신용충당금비용	374	784	662	1,037	1,212
일반관리비	3,766	3,956	4,002	4,122	4,246
종업원관련비용	2,391	2,533	2,499	2,574	2,651
기타 판관비	1,375	1,424	1,503	1,548	1,595
영업이익	2,800	2,080	3,310	3,084	3,149
영업외이익	-77	-79	34	0	7
세전이익	2,723	2,001	3,344	3,084	3,156
법인세비용	685	486	840	838	858
법인세율 (%)	(25.2)	(24.3)	(25.1)	(27.2)	(27.2)
당기순이익	**2,038**	**1,515**	**2,503**	**2,246**	**2,298**
지배주주순이익	**1,872**	**1,307**	**2,255**	**1,982**	**2,033**
비지배지분순이익	165	208	249	264	265

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
수익성 지표					
수정ROE	9.6	6.3	10.1	8.2	7.8
ROA	0.58	0.40	0.60	0.51	0.50
NIM (순이자마진)	1.71	1.57	1.59	1.63	1.59
대손비용률	0.13	0.25	0.20	0.29	0.32
Cost-Income Ratio	54.3	58.0	50.2	50.0	49.3
ROA Breakdown					
총영업이익	1.98	1.79	1.92	1.87	1.87
이자이익	1.68	1.58	1.64	1.63	1.60
비이자이익	0.30	0.22	0.28	0.25	0.27
신용충당금비용	-0.11	-0.21	-0.16	-0.24	-0.26
일반관리비	-1.07	-1.04	-0.97	-0.94	-0.92
총영업이익 구성비					
이자이익	84.9	87.9	85.2	86.8	85.4
비이자이익	15.1	12.1	14.8	13.2	14.6
수수료이익	15.9	14.9	17.8	16.3	16.3
기타	-0.8	-2.8	-3.0	-3.2	-1.6
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	8.4	10.0	10.8	10.9	10.8
Total BIS비율	11.9	13.7	14.5	14.6	14.5
NPL비율	0.45	0.42	0.39	0.40	0.39
충당금/NPL 비율	134.0	151.9	154.8	155.9	154.8

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	6.3	10.2	7.7	4.6	4.1
대출증가율	4.1	9.0	9.8	4.5	3.8
부채증가율	5.6	10.7	7.6	4.5	3.9
BPS증가율	3.4	3.1	10.7	7.6	7.4
총영업이익증가율	3.4	-1.7	16.9	3.4	4.4
이자이익증가율	4.3	1.8	13.3	5.3	2.6
비이자이익증가율	-1.4	-21.4	43.4	-8.0	16.1
일반관리비증가율	3.9	5.0	1.2	3.0	3.0
지배주주순이익증가율	-7.9	-30.2	72.5	-12.1	2.6
수정EPS증가율	-8.4	-30.2	72.5	-12.1	2.6
배당금증가율	7.7	-48.6	94.4	-7.1	7.7
주당 지표 (원)					
EPS	2,753	1,922	3,315	2,914	2,989
수정EPS	2,753	1,922	3,315	2,914	2,989
BPS	28,401	29,294	32,440	34,890	37,459
주당배당금	700	360	700	650	700
배당성향 (%)	25.4	18.7	21.1	22.3	23.4
Valuation 지표					
수정PER(배)	4.8	4.7	3.5	4.0	3.9
PBR(배)	0.46	0.31	0.36	0.33	0.31
배당수익률 (%)	5.3	4.0	6.0	5.6	6.0

자료: 우리금융지주, SK 증권 추정