

SK COMPANY Analysis



Analyst

구경호

kh.koo@sks.co.kr

02-3773-9083

Company Data

자본금	36,403 억원
발행주식수	72,806 만주
자사주	0.2 만주
액면가	5,000 원
시가총액	93,555 억원
주요주주	
우리아주(외1)	9.82%
국민연금공단	7.86%
외국인지분률	40.00%
배당수익률	5.80%

Stock Data

주가(22/12/14)	12,800 원
KOSPI	2399.25 pt
52주 Beta	0.93
52주 최고가	16,200 원
52주 최저가	10,700 원
60일 평균 거래대금	276 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.5%	12.5%
6개월	-8.5%	-3.5%
12개월	-2.3%	23.6%

우리금융지주 (316140/KS | 매수(유지) | T.P 16,000 원(상향))

과거의 실수를 반복하지 않을 것

은행주의 배당 확대 기대감이 높아진 점을 감안하여 목표주가를 16,000 원으로 상향조정. 낮은 밸류에이션의 원인 중 하나는 과거 2010년대 초반 한계산업 구조조정 당시 영향이 컸기 때문. 하지만 이번에는 부동산 PF가 적어, 과거 자산건전성이 크게 악화된 사례를 반복하지 않을 전망이다. 내년엔 경제 불황이 온다 해도 현재 밸류에이션 (PER 3.0 배, 배당수익률 8.6%)이면 투자 가치 충분히 '매수' 추천

배당 확대 기대감이 높아져 목표주가를 16,000 원으로 상향조정

최근 은행 배당에 대한 금융감독 당국의 긍정적인 스탠스 변화 (자율적인 배당 존중)가 주가에 긍정적인 영향을 준 바 있다. 이를 감안하여 우리금융지주의 1) 배당금 추정치를 변경 (2022년 1,000 원 → 1,100 원)하고, 2) 밸류에이션 상의 '목표 배당성향'을 높이면서 (27% → 30%) 목표주가를 13,700 원에서 16,000 원으로 상향조정 ('매수' 유지)한다.

부동산PF가 적어 2010년대 초반의 자산건전성 악화 사례를 반복하지 않을 것

오래전 일이지만, 2010년대 초반 건설, 해운, 조선 등 한계 산업 구조조정 당시 우리금융지주는 경쟁사들에 비해 부실대출이 많이 늘어난 경험이 있다. 대형 은행주 중에서 낮은 밸류에이션 (2022년 예상 PER 3.0 배, PBR 0.36 배)을 적용 받는 것은 향후 경기 둔화를 앞두고 이러한 측면이 반영된 것이라 볼 수 있다. 하지만 향후 가장 문제가 될 부동산 PF의 경우, 우리금융지주는 약 2.5 조원 (그룹 전체 신용 익스포저의 0.5%)에 불과해, 경쟁사들에 비해 신용위험이 높지 않다.

내년에 경제 불황이 온다 해도 현재 밸류에이션이면 투자 가치 충분

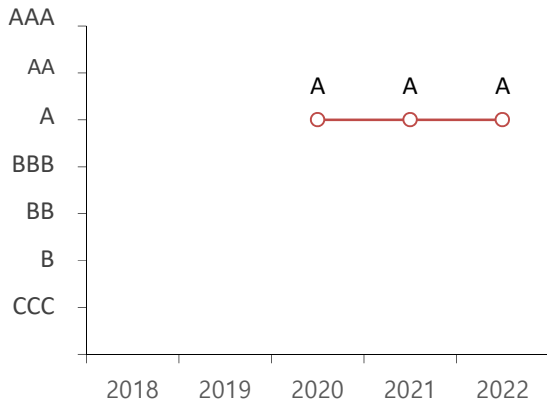
주주환원을 늘리기 원하는 주주들의 구성비가 높아진 변화를 감안할 때, 배당을 점차 늘려갈 가능성이 높다. 2022년 예상 연간 배당금 1,100 원 (컨센서스는 1,079 원, 상반기 150 원 기지급)을 기준으로 한 배당수익률은 연 8.6%에 달한다. CEO 관련 사안 (법원 판결, 이사회)이 잘 해결되느냐 여부가 단기적으로 주가에 영향을 미칠 것으로 보인다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
총영업이익	십억원	6,940	6,821	8,344	9,687	10,635	10,899
YoY	%	3.4	-1.7	22.3	16.1	9.8	2.5
영업이익	십억원	2,800	2,080	3,660	4,368	4,646	4,819
YoY	%	1.5	-25.7	75.9	19.4	6.4	3.7
지배주주순이익	십억원	1,872	1,307	2,588	3,113	3,221	3,352
YoY	%	-7.9	-30.2	98.0	20.3	3.5	4.1
영업이익/총영업이익	%	40.3	30.5	43.9	45.1	43.7	44.2
총영업이익/자산	%	2.0	1.8	2.0	2.0	2.1	2.0
수정 ROE	%	9.6	6.3	11.6	12.7	11.9	11.3
ROA	%	0.58	0.40	0.66	0.69	0.66	0.65
배당성향	%	25.4	18.7	25.3	25.7	26.0	27.2
수정 EPS	원	2,753	1,922	3,555	4,276	4,424	4,604
BPS	원	28,401	29,294	32,343	35,498	39,045	42,707
주당배당금	원	700	360	900	1,100	1,150	1,250
수정 PER	배	4.8	4.7	3.3	3.0	2.9	2.8
PBR	배	0.46	0.31	0.36	0.36	0.33	0.30
배당수익률	%	5.3	4.0	7.7	8.6	9.0	9.8

1. ESG 하이라이트

우리금융지주의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
우리금융지주 종합 등급	A	A-	59.6
환경 (Environment)	26.3	A	38.1
사회 (Social)	44.4	A-	44.5
지배구조 (Governance)	63.4	A	96.1
<비교업체 종합 등급>			
KB 금융	A	A-	59.7
신한지주	A	A-	64.4
기업은행	A	C	48.6
하나금융지주	A	A-	49.2
BNK 금융지주	BBB	A-	49.2

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 우리금융지주 ESG 평가

주요 국내외 ESG 평가기관으로부터 전반적으로 ESG에 양호한 등급으로 평가받고 있음. 특히 지배구조, 사회 측면에서 좋은 점수를 받고 있는 상황

과거 금융상품 판매 손실 등으로 금융소비자 보호 측면에서 낮은 점수를 받은 점을 개선하는 것이 중요하다고 판단. 횡령 사건이 발생한 점은 불리하게 작용하고 있는 것으로 판단

은행지주회사 고유의 지배구조, 즉 대주주의 전횡 가능성이 낮은 것은 일반 기업들에 비해 높은 점수를 받는 요인으로 작용 중

자료: SK 증권

우리금융지주의 ESG 채권 발행 내역 (자회사 포함)

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2022.08.01	사회적채권	160,000	4.37
2022.07.20	사회적채권	50,000	4.35
2022.07.20	사회적채권	50,000	4.35
2022.07.12	지속가능채권	400,000	4.46
2022.07.05	사회적채권	40,000	3.58
2022.07.05	사회적채권	80,000	4.52

자료: KRX, SK 증권

주: 자회사인 우리카드의 발행이 많은 편

우리금융지주의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.10.25	사회 (Social)	우리은행 banking 앱 접속 지연..."업데이트 과정에서 문제 발생"
2020.10.12	지배구조 (Governance)	우리금융, 잇단 구설수에 임직원 블라인드 가입 차단
2022.09.30	지배구조 (Governance)	614억 횡령한 우리은행 직원...1심 징역 13년 323억 추징
2022.07.27	지배구조 (Governance)	우리銀 횡령액 700억으로 늘어... 금감원 "내부통제 미흡"
2022.07.27	지배구조 (Governance)	수상한 해외송금 4조 원..."가상자산과 관련"
2022.05.11	지배구조 (Governance)	우리은행 직원 ATM으로 5억 횡령...내부통제시스템으로 적발

자료: 주요 언론사 (지속가능발전소에서 정리), SK 증권

2. 수익추정 및 밸류에이션

우리금융지주의 연간 실적 추정치 변경 내용

(십억원)	변경된 추정치		기존 추정치		시장 컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
총영업이익	9,687	10,636	9,802	10,435	9,747	10,384
영업이익	4,368	4,646	4,326	4,400	4,403	4,631
지배주주순이익	3,113	3,221	3,049	3,019	3,124	3,203
수정 ROE(%)	12.7	11.9	12.4	11.2	11.5	10.4
주당배당금(원)	1,100	1,150	1,000	1,100	1,079	1,132

자료 FnGuide 컨센서스, SK 증권 추정

우리금융지주 목표주가 계산 방법

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

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

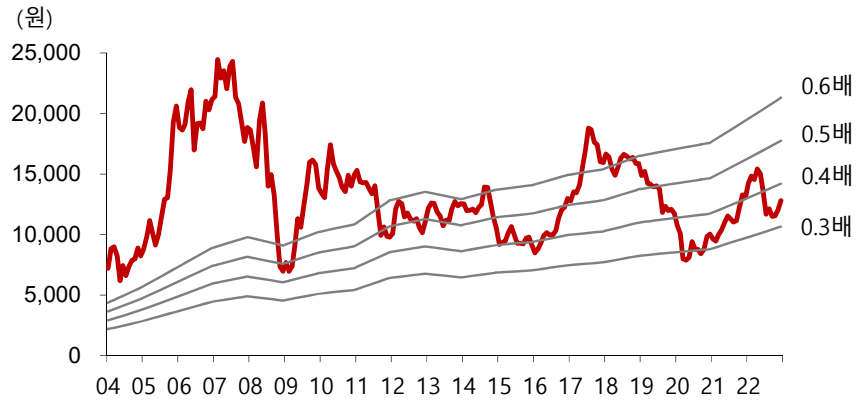
$$\text{Ke} = \text{Rf} + (\beta \times \text{Market Risk Premium})$$

- ROE = 2023~2024년 예상치에 장기 배당성향을 30% (27%에서 상향조정)로 적용하여 계산된 '배당가능 ROE' 3.5%를 적용
- g는 영구배당성장률 → 0.6% 가정 (유지)
- Rf는 국고채수익률 장기 유지가능 수치인 2.5%
- β는 60개월 주식베타인 1.27 적용
- BPS(주당순자산가치)는 2023년 6월말 예상치 37,090원
- Risk Premium 다모다란 교수가 제시한 신흥국의 ERP 추정식을 활용 → 4.8%
- Ke = 2.5% + 1.27 × 4.8 = 8.6%
- Target PBR = 3.5% / (8.6% - 0.6%) = 0.43 배

⇒ **0.43 배 × 37,090 원 ≈ 16,000 원** (13,700 원에서 상향조정)

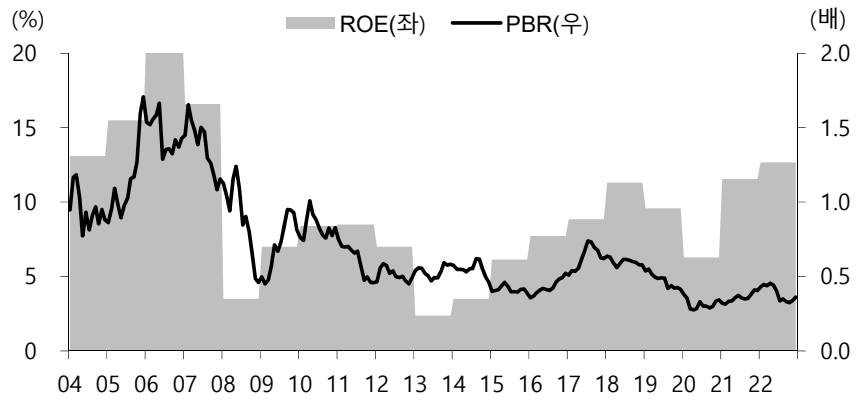
자료 SK 증권

우리금융지주의 주가와 PBR 밴드



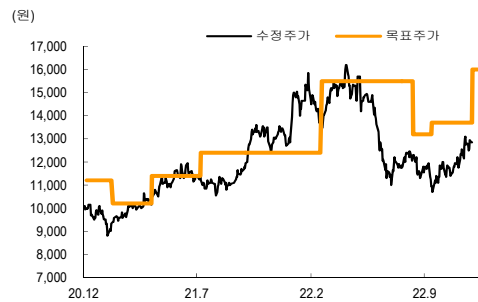
자료: 우리금융지주, SK 증권 추정

우리금융지주의 ROE와 PBR 추이



자료: 우리금융지주, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.12.15	매수	16,000원	6개월		
2022.09.29	매수	13,700원	6개월	-12.93%	-4.38%
2022.08.25	중립	13,200원	6개월	-11.35%	-6.82%
2022.03.07	중립	15,500원	6개월	-11.07%	4.52%
2021.07.23	중립	12,400원	6개월	3.03%	27.82%
2021.04.22	중립	11,400원	6개월	-1.31%	4.82%
2021.02.08	중립	10,200원	6개월	-2.21%	4.41%
2020.12.21	중립	11,200원	6개월	-14.14%	-9.38%



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 (2022년 12월 15일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
현금및예치금	9,991	7,566	9,277	10,034	10,910
유가증권	61,813	69,703	90,535	94,861	99,330
대출채권	320,106	361,933	394,051	410,336	427,312
대손충당금	1,918	1,903	2,290	2,479	2,663
유형자산	3,990	4,510	3,204	3,402	3,613
무형자산	792	785	883	911	941
기타자산	2,389	2,687	4,066	4,347	4,629
자산총계	399,081	447,184	502,015	523,890	546,734
예수부채	291,477	317,900	333,145	345,865	360,241
차입성부채	58,225	64,067	82,578	86,784	89,697
기타금융부채	14,216	24,171	30,837	32,056	33,539
비이자부채	8,437	12,195	23,842	24,860	26,152
부채총계	372,355	418,334	470,402	489,566	509,629
지배주주지분	23,054	25,842	28,738	31,320	33,986
자본금	3,611	3,640	3,640	3,640	3,640
신종자본증권	1,895	2,294	2,893	2,893	2,893
자본잉여금	626	682	682	682	682
이익잉여금	19,268	21,393	23,783	26,366	29,032
기타자본	-2,347	-2,168	-2,261	-2,261	-2,261
비지배주주지분	3,672	3,008	2,876	3,005	3,119
자본총계	26,726	28,850	31,613	34,325	37,105

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
총영업이익	6,821	8,344	9,687	10,635	10,899
이자이익	5,999	6,986	8,634	9,319	9,580
이자수익	9,524	9,895	13,971	16,116	16,604
이자비용	3,525	2,909	5,337	6,797	7,024
비이자이익	822	1,358	1,053	1,316	1,319
금융상품관련손익	183	394	91	250	240
수수료이익	1,014	1,471	1,618	1,666	1,733
보험손익	0	0	0	0	0
기타이익	-374	-507	-656	-600	-654
신용충당금비용	784	537	978	1,516	1,473
일반관리비	3,956	4,147	4,340	4,473	4,607
중업원관련비용	2,533	2,701	2,787	2,851	2,937
기타 판관비	1,424	1,446	1,553	1,622	1,671
영업이익	2,080	3,660	4,368	4,646	4,819
영업외이익	-79	89	53	7	0
세전이익	2,001	3,749	4,422	4,653	4,819
법인세비용	486	942	1,144	1,270	1,315
법인세율 (%)	(24.3)	(25.1)	(25.9)	(27.3)	(27.3)
당기순이익	1,515	2,807	3,278	3,383	3,504
지배주주순이익	1,307	2,588	3,113	3,221	3,352
비지배지분순이익	208	219	165	163	152

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
수익성 지표					
수정ROE	6.3	11.6	12.7	11.9	11.3
ROA	0.40	0.66	0.69	0.66	0.65
NIM (순이자마진)	1.57	1.62	1.70	1.71	1.70
대손비용률	0.25	0.16	0.26	0.37	0.35
Cost-Income Ratio	58.0	49.7	44.8	42.1	42.3
ROA Breakdown					
총영업이익	1.79	1.97	2.04	2.07	2.04
이자이익	1.58	1.65	1.82	1.82	1.79
비이자이익	0.22	0.32	0.22	0.26	0.25
신용충당금비용	-0.21	-0.13	-0.21	-0.30	-0.28
일반관리비	-1.04	-0.98	-0.91	-0.87	-0.86
총영업이익 구성비					
이자이익	87.9	83.7	89.1	87.6	87.9
비이자이익	12.1	16.3	10.9	12.4	12.1
수수료이익	14.9	17.6	16.7	15.7	15.9
기타	-2.8	-1.3	-5.8	-3.3	-3.8
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	10.0	11.3	12.0	12.3	12.5
Total BIS비율	13.7	15.0	15.5	15.8	16.0
NPL비율	0.42	0.30	0.33	0.35	0.35
총당금/NPL 비율	151.9	192.2	200.1	195.0	198.1

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	10.2	12.1	12.3	4.4	4.4
대출증가율	9.0	13.0	8.9	4.2	4.2
부채증가율	10.7	12.3	12.4	4.1	4.1
BPS증가율	3.1	10.4	9.8	10.0	9.4
총영업이익증가율	-1.7	22.3	16.1	9.8	2.5
이자이익증가율	1.8	16.5	23.6	7.9	2.8
비이자이익증가율	-21.4	65.2	-22.5	25.0	0.2
일반관리비증가율	5.0	4.8	4.6	3.1	3.0
지배주주순이익증가율	-30.2	98.0	20.3	3.5	4.1
수정EPS증가율	-30.2	84.9	20.3	3.5	4.1
배당금증가율	-48.6	150.0	22.2	4.5	8.7
주당 지표 (원)					
EPS	1,922	3,555	4,276	4,424	4,604
수정EPS	1,922	3,555	4,276	4,424	4,604
BPS	29,294	32,343	35,498	39,045	42,707
주당배당금	360	900	1,100	1,150	1,250
배당성향 (%)	18.7	25.3	25.7	26.0	27.2
Valuation 지표					
수정PER(배)	4.7	3.3	3.0	2.9	2.8
PBR(배)	0.31	0.36	0.36	0.33	0.30
배당수익률 (%)	4.0	7.7	8.6	9.0	9.8

자료: 우리금융지주, KRX, SK 증권 추정