

우리금융지주 (316140/KS)

더 이상 나빠질 만한 부분은 없을 전망

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 14,400 원(상향)

현재주가: 12,410 원

상승여력: 16.0%

목표주가 14,400 원으로 상향

우리금융지주의 목표주가를 실적 추정치 변경 및 Equity Risk Premium 조정 등을 반영하여 기존 14,000 원에서 14,400 원으로 상향한다. 목표주가는 Gordon Growth Model을 사용하여 도출한 Target PBR 0.39 배에 2023E BVPS 37,130 원을 적용하여 산출했다. 투자리스크로는 높은 은행 의존도 및 낮은 자본비율 등을 제시한다.

더 나빠질 것은 이제 없을 전망

2023 중 동사는 은행 PD 조정 등에 따른 대규모 선제적 충당금을 적립하며 다소 부진한 실적을 기록했다. 다만 추가적으로 악화될 가능성은 제한적으로 전망하는데 이는 증권/보험 자회사 부재로 해외 부동산 및 부동산 PF 관련 리스크가 상대적으로 낮아 추가 손상차손 및 충당금 적립 필요성이 크지 않기 때문이다. 실제로 동사의 3Q23 그룹 NPL 비율은 0.41%로 시중은행지주 중 가장 낮은 수준(다른 3 사 평균 0.49%)에 머물러 있는 등 상대적으로 양호한 건전성 지표가 나타나고 있다. 최근 동사가 은행의 기업대출 중심 성장 전략으로 RWA 관리를 위해 비은행 자회사의 디레버리징을 추진하는 점 역시 건전성 측면에서는 긍정적이라고 판단한다.

2024E 지배순이익 3 조 936 억원(+9.1% YoY) 전망

우리금융지주의 2024E 3 조 936 억원(+9.1% YoY)을 전망한다. 2023 중 선제적 대규모 충당금 적립에 따라 부진한 실적을 기록한 기저효과를 감안하여 상대적으로 높은 수준의 실적 회복을 보일 것으로 예상한다. 그룹 NIM은 1.78%(-6bp YoY)를 예상하며 은행 원화대출 성장은 기업대출 명가 재건이라는 슬로건을 바탕으로 다소 공격적인 기업대출 성장 추세를 이어가고 있는 점을 반영하여 전년 대비 4.4%를 전망한다. Credit Cost는 0.35%(-6bp YoY)를 전망하는데 전반적인 경상 충당금 레벨의 상승에도 PF, 해외부동산 등 측면에서 추가 충당금이 발생할 가능성이 낮다는 점을 반영했다. 한편 경쟁사 대비 상대적으로 낮은 CET1 비율 등을 고려하면 규제 강화에 따른 영향이 상대적으로 높을 것으로 예상되며 주주 환원 관련 불확실성을 고려할 필요가 있을 전망이다. 다만 기존 주주환원율을 유지할 수 있을 경우 2024E 예상 배당수익률은 8.8%로 시중은행지주 중에서는 가장 높은 수준을 기대할 수 있을 전망이다.



Analyst
설용진

s.dragon@sks.co.kr
3773-8610

Company Data

발행주식수	75,195 만주
시가총액	9,438 십억원
주요주주	
우리금융우리사주(외1)	9.03%
국민연금공단	6.55%

Stock Data

주가(23/11/07)	12,410 원
KOSPI	2,443.96 pt
52주 최고가	13,480 원
52주 최저가	10,950 원
60일 평균 거래대금	23 십억원

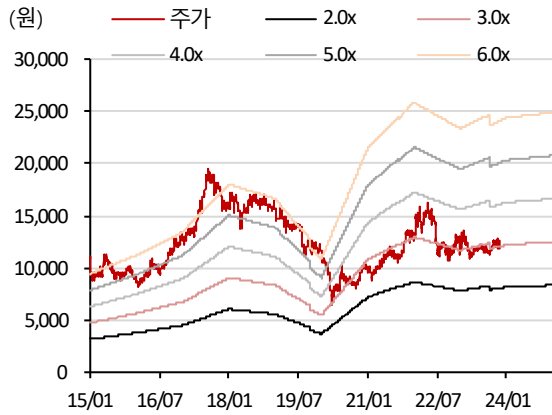
주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

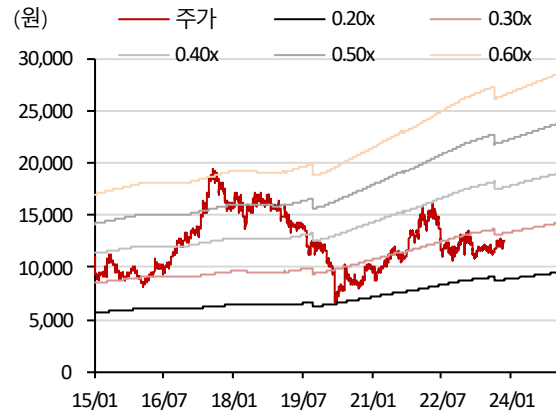
구분	단위	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
순영업수익	십억원	6,821	8,344	9,846	10,027	10,414	10,735
영업이익	십억원	2,080	3,660	4,431	3,913	4,239	4,336
순이익(지배주주)	십억원	1,307	2,588	3,142	2,836	3,094	3,162
EPS(계속사업)	원	1,810	3,569	4,315	3,810	4,068	4,158
PER	배	5.4	3.6	2.7	3.2	3.0	2.9
PBR	배	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성향	%	19.9	25.3	26.2	26.3	26.8	26.8
ROE	%	6.3	11.6	12.8	10.5	10.6	10.1

우리금융지주 - PER 밴드 차트



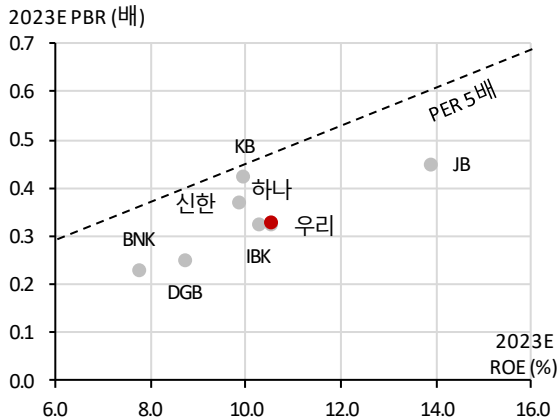
자료: FnGuide, SK 증권 추정

우리금융지주 - PBR 밴드 차트



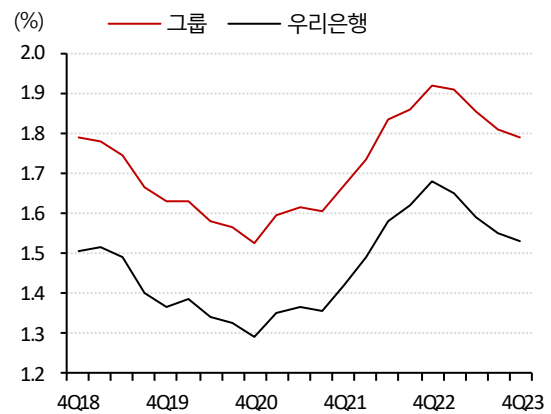
자료: FnGuide, SK 증권 추정

국내 은행업종 PBR-ROE Matrix(2023E)



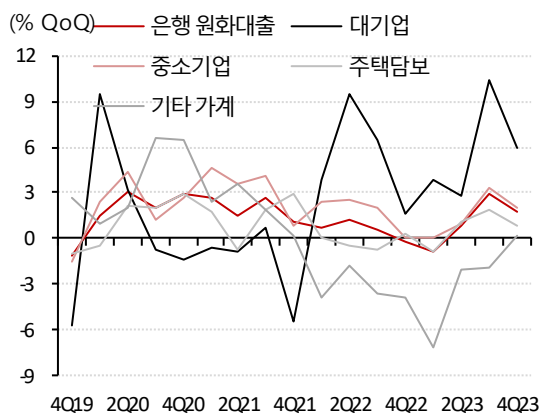
자료: FnGuide, SK 증권 추정

우리금융지주 - NIM 추이



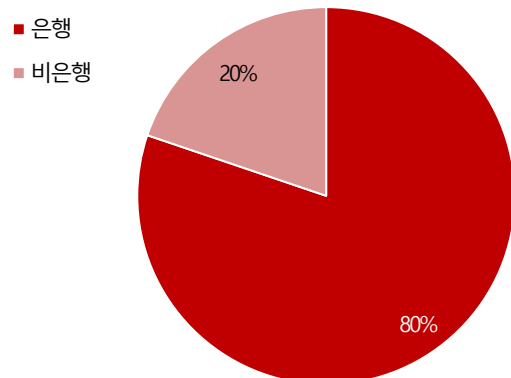
자료: 우리금융지주, SK 증권 추정

우리금융지주 - 원화대출 성장률(은행 기준)



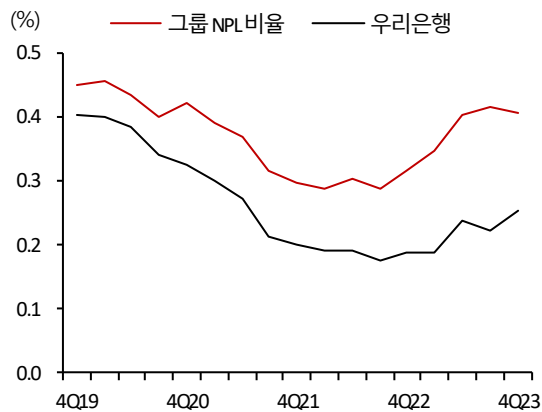
자료: 우리금융지주, SK 증권 추정

우리금융지주 - 총영업이익의 부문별 비중(4Q23E)



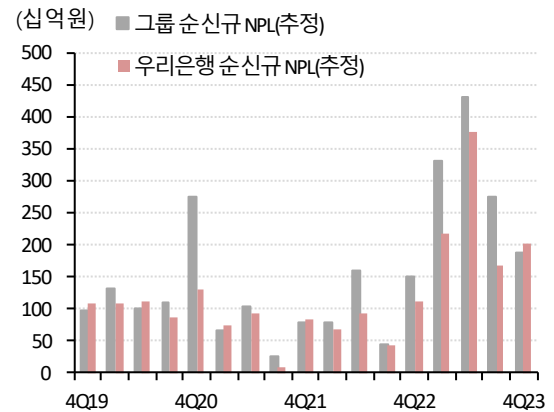
자료: 우리금융지주, SK 증권 추정

우리금융지주 - NPL 비율 추세



자료: 우리금융지주, SK 증권 추정

우리금융지주 - 신규 NPL 추세



자료: 우리금융지주, SK 증권 추정

우리금융지주 - 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	QoQ	YoY
총영업이익	2,584	2,551	2,473	2,475	2,529	2,562	2.2	-2.1
순이자이익	2,349	2,219	2,194	2,187	2,184	2,218	-0.1	-7.0
비이자이익	235	332	278	288	345	344	20.0	46.7
수수료이익	439	418	424	435	422	413	-3.1	-4.0
기타비이자이익	-204	-86	-146	-148	-77	-69	적지	적지
판매비	1,593	1,037	1,021	990	1,619	1,069	63.5	1.6
총전이익	991	1,514	1,452	1,484	910	1,492	-38.7	-8.2
대손충당금 전입액	263	262	556	261	368	295	41.1	39.8
영업이익	728	1,252	895	1,223	542	1,197	-55.7	-25.5
세전이익	729	1,270	878	1,247	549	1,203	-56.0	-24.8
당기순이익	531	947	667	918	406	890	-55.8	-23.6
지배순이익	480	914	625	899	397.7	872	-55.8	-17.1
그룹 대출채권	355,761	355,155	369,016	365,463	372,178	377,851	1.8	4.6
그룹 예수금	342,105	325,922	333,713	335,613	339,939	345,633	1.3	-0.6
(%, %p)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	QoQ	YoY
NIM	1.92	1.91	1.85	1.81	1.79	1.79	-0.02	-0.13
CIR	61.6	40.7	41.3	40.0	64.0	41.7	23.99	2.37
Credit Cost	0.30	0.30	0.64	0.30	0.41	0.32	0.11	0.11
NPL 비율	0.31	0.35	0.40	0.41	0.41	0.41	-0.01	0.09
BIS 비율	15.3	15.8	15.7	15.7	15.6	15.5	-0.10	0.26
CET1 비율	11.6	12.1	12.0	12.1	12.0	11.9	-0.10	0.42

자료: 우리금융지주, SK 증권 추정

목표주가 산정 Table

항목	비고	내용
Sustainable ROE (a)	2023E ~2025F ROE 평균	10.4%
Cost of Equity (b)	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth (c)	보수적으로 0% 가정	0.0%
Discount (d)	글로벌 은행들 밸류에이션 평균 대비 국내 은행들의 할인 수준 반영	65%
Target PBR	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.39
목표주가	2023F BPS 37,130 원에 Target PBR 적용	14,400
현재가		12,410
Upside / Downside		16.0%
투자의견		Buy

자료: SK 증권

시나리오별 목표주가 상승/하락 여력 추정

항목	비고	내용
Upside case		63%
Sustainable ROE	금리 상승, 비은행 계열사 실적 호조	11.4%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 해소	-55.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.54
목표주가(Bull case)	2023F BPS 37,130 원에 Target PBR 적용	20,200
Downside case		-25%
Sustainable ROE	금리 하락, 부실 확대, 경기 환경 악화 등	9.4%
COE	무위험수익률 3.65%, 리스크 프리미엄 5.75%, 베타 1 기준	9.4%
Growth	보수적으로 0% 가정	0.0%
Premium/Discount	글로벌 Peer 대비 디스카운트 심화	-75.0%
Fair P/B	$(a-c)/(b-c) \times (1-d)$	0.25
목표주가(Bear case)	2023F BPS 37,130 원에 Target PBR 적용	9,300

자료: SK 증권

실적 전망 추정치 변경

		2022	2023E	2024E	2025E
순영업이익	수정 후	9,846	10,027	10,414	10,735
	수정 전		10,027	10,423	10,750
	증감률(%)		0.0	-0.1	-0.1
총당금 적립전 영업이익	수정 후	5,316	5,359	5,527	5,692
	수정 전		5,359	5,536	5,708
	증감률(%)		0.0	-0.2	-0.3
세전이익	수정 후	4,485	3,944	4,268	4,363
	수정 전		3,944	4,277	4,377
	증감률(%)		0.0	-0.2	-0.3
지배지분 순이익	수정 후	3,142	2,836	3,094	3,162
	수정 전		2,836	3,100	3,173
	증감률(%)		0.0	-0.2	-0.3

자료: SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
현금및예치금	20,613	34,219	25,633	24,623	23,653
유가증권	69,703	81,214	86,191	94,168	102,914
대출채권	348,886	355,761	372,178	390,023	411,074
대손충당금	1,903	2,354	2,744	2,933	3,207
유형자산	3,175	3,143	3,172	3,301	3,435
무형자산	785	849	995	1,035	1,077
기타자산	4,022	5,288	6,060	6,201	6,320
자산총계	447,184	480,474	494,229	519,351	548,472
예수부채	317,900	342,105	339,939	363,899	385,842
차입성부채	69,409	72,628	74,119	76,699	79,379
기타금융부채	29,044	31,764	44,431	41,079	43,234
비이자부채	1,980	2,349	2,258	2,088	2,197
부채총계	418,334	448,847	460,747	483,765	510,653
지배주주지분	25,842	28,762	31,846	33,950	36,183
자본금	3,640	3,640	3,803	3,803	3,803
신종자본증권	2,294	3,112	3,611	3,611	3,611
자본잉여금	682	682	936	936	936
이익잉여금	21,393	23,750	25,449	27,553	29,786
기타자본	-2,168	-2,423	-1,953	-1,953	-1,953
비지배주주지분	3,008	2,865	1,636	1,636	1,636
자본총계	28,850	31,627	33,482	35,586	37,819

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
총영업이익	8,344	9,846	10,027	10,414	10,735
이자이익	6,986	8,697	8,784	8,973	9,265
이자수익	9,895	14,655	20,485	21,583	22,302
이자비용	2,909	5,958	11,701	12,610	13,036
비이자이익	1,358	1,149	1,243	1,440	1,469
금융상품관련손익	394	-120	334	198	232
수수료이익	1,471	1,710	1,699	1,699	1,726
보험손익	0	0	0	0	0
기타이익	-507	-441	-790	-457	-489
신용충당금비용	537	885	1,447	1,288	1,356
일반관리비	4,147	4,530	4,667	4,887	5,042
종업원관련비용	2,701	2,912	2,949	3,115	3,212
기타판관비	1,446	1,618	1,718	1,772	1,830
영업이익	3,660	4,431	3,913	4,239	4,336
영업외이익	89	55	31	29	26
세전이익	3,749	4,485	3,944	4,268	4,363
법인세비용	942	1,161	1,006	1,110	1,134
법인세율 (%)	25.1	25.9	25.5	26.0	26.0
당기순이익	2,807	3,324	2,938	3,158	3,228
지배주주순이익	2,588	3,142	2,836	3,094	3,162
비지배지분순이익	219	182	102	65	66

주요투자지표 I

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
수익성지표					
수정 ROE	11.6	12.8	10.5	10.6	10.1
ROA	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
NIM(순이자마진)	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
대손비용률	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
Cost-Income Ratio	49.7	46.0	46.5	46.9	47.0
ROA Breakdown					
총영업이익	2.0	2.1	2.1	2.1	2.0
이자이익	1.7	1.9	1.8	1.8	1.7
비이자이익	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
신용충당금비용	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
일반관리비	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-0.9
총영업이익 구성비					
이자이익	83.7	88.3	87.6	86.2	86.3
비이자이익	16.3	11.7	12.4	13.8	13.7
수수료이익	17.6	17.4	16.9	16.3	16.1
기타	-1.3	-5.7	-4.6	-2.5	-2.4
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	11.4	11.6	12.0	12.3	12.6
Total BIS 비율	15.1	15.3	15.6	15.8	16.0
NPL 비율	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
총당금/NPL 비율	192.2	217.6	185.5	185.7	182.2

자료: 우리금융지주, SK증권 추정

주요투자지표 II

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	12.1	7.4	2.9	5.1	5.6
대출증가율	11.6	2.0	4.6	4.8	5.4
부채증가율	12.3	7.3	2.7	5.0	5.6
BPS 증가율	10.4	8.9	5.4	7.5	7.4
총영업이익증가율	22.3	18.0	1.8	3.9	3.1
이자이익증가율	16.5	24.5	1.0	2.2	3.3
비이자이익증가율	65.2	-15.4	8.2	15.9	2.0
일반관리비증가율	4.8	9.2	3.0	4.7	3.2
지배주주순이익증가율	98.0	21.4	-9.7	9.1	2.2
수정 EPS 증가율	97.2	20.9	-11.7	6.8	2.2
배당금증가율	150.0	25.6	-12.4	10.1	2.3
주당지표 (원)					
EPS	3,569	4,315	3,810	4,068	4,158
수정 EPS	3,569	4,315	3,810	4,068	4,158
BPS	32,348	35,235	37,130	39,896	42,833
주당배당금	900	1,130	990	1,090	1,115
배당성향 (%)	25	26	26	27	27
Valuation 지표					
수정 PER(배)	3.6	2.7	3.3	3.1	3.0
PBR(배)	0.39	0.33	0.33	0.31	0.29
배당수익률 (%)	7.1	9.8	8.0	8.8	9.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.11.09	매수	14,400원	6개월		
2023.05.04	매수	14,000원	6개월	-14.80%	-9.07%
2023.01.13	담당자 변경				
2022.12.15	매수	16,000원	6개월	-22.50%	-18.75%
2022.09.29	매수	13,700원	6개월	-12.67%	-4.38%
2022.08.25	중립	13,200원	6개월	-11.55%	-6.82%
2022.03.07	중립	15,500원	6개월	-11.05%	4.52%
2021.07.23	중립	12,400원	6개월	3.12%	27.82%



Compliance Notice

작성자(설용진)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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 09일 기준)

매수	94.62%	중립	5.38%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------