

2018. 4. 23



▲ 은행/지주

Analyst **은경완**
02. 6098-6653
kw.eun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **19,000 원**
현재주가 (4.20) **15,300 원**
상승여력 **24.2%**

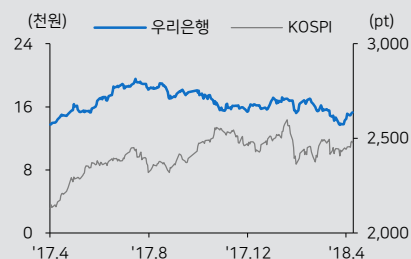
KOSPI	2,476.33pt
시가총액	103,428억원
발행주식수	67,600만주
유동주식비율	75.80%
외국인비중	26.12%
52주 최고/최저가	19,550원/13,700원
평균거래대금	289.6억원

주요주주(%)

예금보험공사	18.43%
국민연금	9.29%
노비스1호유한회사	6.00%

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.6	-12.8	7.7
상대주가	-1.2	-12.4	-6.5

주가그래프



우리은행 000030

1Q18 Review: 시중은행 중 가장 돋보이는 실적 개선 기대

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 19,000원으로 상향, 업종 내 Top pick 추천
- ✓ 1Q18P 순이익 5,897억원(-7.5% YoY, +341.3% QoQ) → 어닝 서프라이즈
- ✓ 1) NIM +3bp, 2) Loan growth +1.6%, 3) CCR 0.21%, 4) CIR 43.9%, 5) CET1 11.0%
- ✓ 최근 기관 중심의 수급 집중되고 있으나, 여전히 업종 평균을 하회하는 밸류에이션
- ✓ 1) 높은 이익 모멘텀, 2) 적극적인 주주환원정책, 3) 하반기 지주사 전환 기대감 주목

1Q18 Earnings review

우리은행의 1분기 지배주주순이익은 5,897억원(-7.5% YoY, +341.3% QoQ)을 기록하며 당사 추정치와 컨센서스를 각각 17.1%, 18.4% 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록했다. 계절적 영업일수 부족에도 NIM(+3bp QoQ) 상승과 높은 대출(+1.6% QoQ) 성장으로 이자이익은 전분기대비 3.6% 증가했으며, 판관비와 대손비용율(21bp)은 낮은 수준에서 관리되며 실적 개선을 견인했다. 비이자이익(+54.9% QoQ) 역시 증시 호황에 맞물린 WM상품(ELT, 수익증권 등) 판매 호조로 큰 폭으로 증가했다.

시중은행 중 가장 높은 이익 모멘텀 Vs. 업종 평균 하회하는 Valuation

지난 해 채용비리 논란 이후 하락한 주가가 쉽게 회복되지 못하고 있다. 최근 높은 가격 매력도 부각되며 기관 투자자 중심의 수급이 집중되고 있으나, 여전히 우리은행의 밸류에이션은 업종 평균(Trailing PBR 0.50배)을 하회하는 0.49배에 불과하다. 반면 2분기 이후 금호타이어, STX엔진 등 비교적 가시성이 높은 약 4천억원의 일회성 이익을 제외하더라도 FY18 예상 지배주주순이익 개선폭은 시중은행 중 가장 높은 19.6%로 추정된다. 1) 높은 이익 모멘텀, 2) 적극적인 주주환원정책 기초(FY17 Payout ratio 26.7%(FY16 21.4%)), 3) 하반기 지주회사 전환 기대감 등을 고려시 적극적으로 비중을 확대할 시점이다.

업종 내 Top pick, 적정주가 19,000 원으로 상향

투자 의견 Buy, 업종 내 Top pick을 유지한다. 예상보다 낮은 수준에서 관리되고 있는 Bottom line을 감안해 FY18, FY19 순이익 전망치를 각각 +7.6%, +7.9% 상향 조정하며, 이에 적정주가가 기존 18,000원에서 19,000원으로 변경한다. 적정주가는 12m Fwd BPS 31,945원에 Target PBR 0.60배를 적용해서 산출한 수치로 9%에 육박하는 ROE를 감안시 무리 없는 수준이다.

(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2016	5,887	2,408	1,574	1,261	1,866	19.1	30,279	6.8	0.4	6.4	0.4
2017	6,473	2,942	2,157	1,512	2,237	19.9	30,249	7.0	0.5	7.4	0.5
2018E	6,709	3,322	2,530	1,808	2,675	19.6	31,273	5.7	0.5	8.7	0.6
2019E	7,025	3,512	2,649	1,896	2,805	4.8	33,289	5.5	0.5	8.7	0.6

표1 1Q18 Earnings Summary

(십억원)	1Q18P	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	당사예상치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
순이자이익	1,367	1,263	8.3	1,319	3.7				
총영업이익	1,683	1,713	-1.8	1,523	10.5				
판관비	740	754	-1.9	884	-16.3				
총전이익	943	959	-1.7	639	47.6				
총당금전입액	122	79	54.4	284	-56.9				
지배주주순이익	590	637	-7.5	134	341.3	504	17.1	498	18.4

자료: 우리은행, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 1Q18 주요 일회성 요인 Summary

(억원)	금액	비고
총당금환입	240	솔라파크 100억원 + STX중공업 90억원 등

자료: 우리은행, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 우리은행 Valuation

	단위	비고	값
12M Fwd ROE	%	A	8.7
Cost of Equity	%	$B=C+(D \times E)$	6.7
Risk Free Rate	%	C	2.2
Risk Premium	%	D	6.0
Beta	배	E	0.7
COE 조정계수	%	F	6.5
Adj. Cost of Equity	%	$G=B+F$	13.2
Eternal Growth	%	H	0.0
Adj. Fair PBR	배	$I=(A-H)/(G-H)$	0.66
Premium/Discount	%	J	-10.0
Target PBR	배	$K=I \times (1+J)$	0.60
12M Fwd BPS	원	L	31,945
적정주가	원	$M=K \times L$	19,000
현재가(4/20)	원	N	15,300
Upside Potential	%	$O=(M-N)/N$	24.2

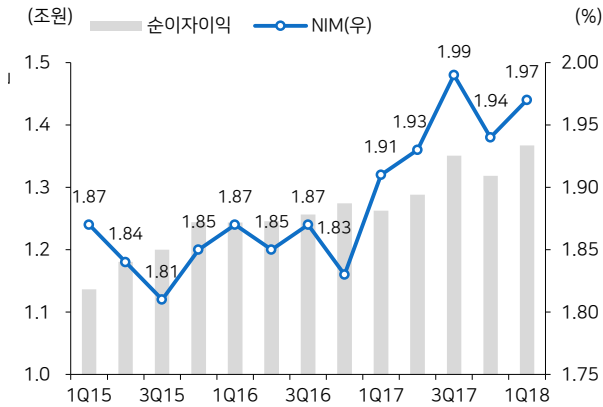
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표4 우리은행 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	FY17	FY18E
순이자이익	1,263	1,288	1,352	1,319	1,367	1,395	1,432	1,438	5,221	5,632
이자수익	2,084	2,106	2,188	2,173	2,275	2,333	2,408	2,430	8,551	9,446
이자비용	821	818	836	855	908	938	977	992	3,330	3,814
순수수료이익	275	263	277	256	305	273	288	280	1,070	1,146
수수료수익	508	506	535	521	558	536	567	550	2,069	2,210
수수료비용	233	244	258	265	253	263	279	270	999	1,064
기타비이자이익	176	43	15	-52	11	15	-34	-60	182	-69
총영업이익	1,713	1,593	1,644	1,523	1,683	1,683	1,685	1,659	6,473	6,709
판관비	754	784	1,109	884	740	834	791	1,023	3,531	3,387
총전영업이익	959	809	535	639	943	849	894	636	2,942	3,322
총당금전입액	79	204	217	284	122	208	216	246	785	792
영업이익	880	604	318	355	820	641	678	390	2,157	2,530
영업외손익	-51	-3	54	-207	-15	-3	-12	-17	-207	-48
세전이익	829	601	372	148	805	638	666	373	1,950	2,482
법인세비용	186	135	88	10	212	169	176	99	419	656
당기순이익	643	466	283	138	595	469	489	274	1,530	1,827
지배주주	637	461	280	134	590	463	484	271	1,512	1,808
비지배지분	5	5	3	4	5	6	5	3	18	18

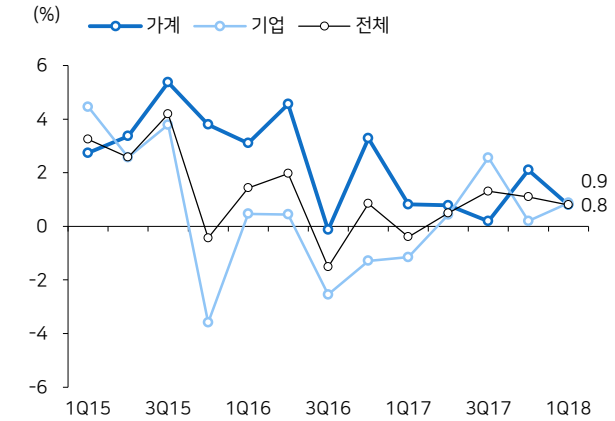
자료: 우리은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 NIM 1.97%



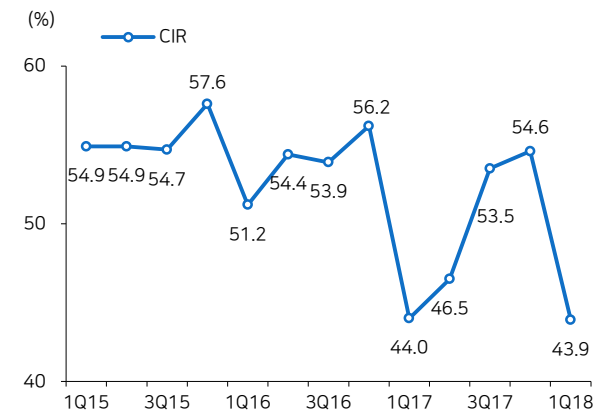
자료: 우리은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 Loan Growth 0.8%



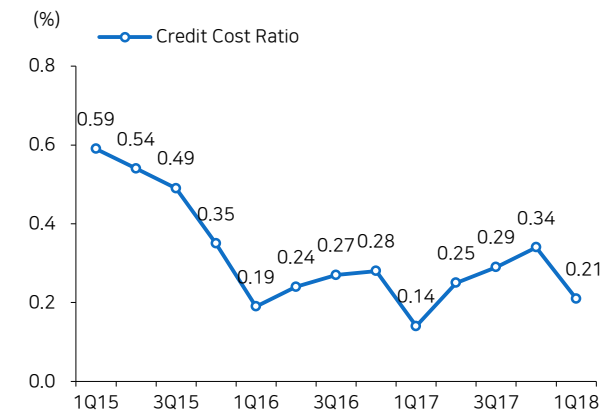
주: 무수익여신 산정 기준(은행, 신탁, 매입외환, 지급보증 등 포함)
자료: 우리은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 Cost Income Ratio 43.9%



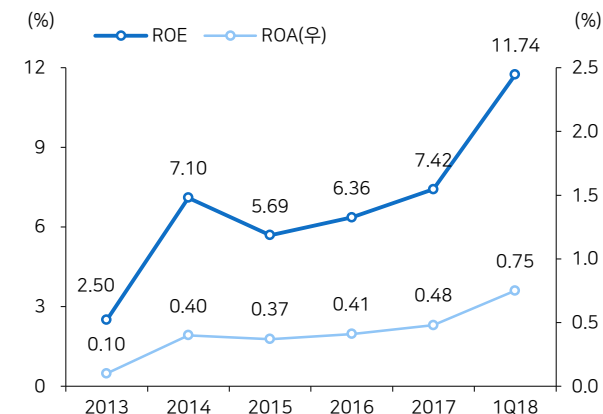
자료: 우리은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 Credit Cost Ratio 0.21%



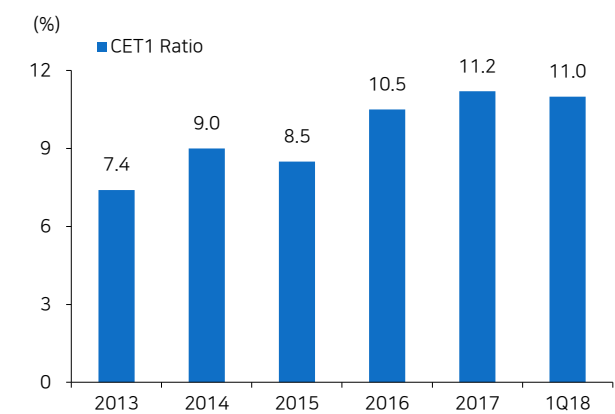
자료: 우리은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 ROA 0.75%, ROE 11.74%



자료: 우리은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 CET1 Ratio 11.0%



자료: 우리은행, 메리츠증권증권 리서치센터

우리은행(000030)

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E
현금 및 예치금	7,591	6,908	5,980	6,293
대출채권	258,393	267,106	280,587	293,685
금융자산	40,958	38,422	38,458	40,253
유형자산	2,458	2,478	2,478	2,593
기타자산	1,283	1,382	1,387	1,452
자산총계	310,683	316,295	328,890	344,277
예수부채	221,020	234,695	247,517	260,481
차입부채	18,770	14,785	10,954	10,817
사채	23,565	27,870	21,297	21,029
기타부채	26,781	18,381	27,860	29,319
부채총계	290,137	295,731	307,629	321,645
자본금	3,381	3,381	3,381	3,381
신종자본증권	3,575	3,018	3,018	3,018
자본잉여금	286	286	286	286
자본조정	-1,468	-1,939	-2,149	-2,149
기타포괄손익누계액	0	0	0	0
이익잉여금	14,612	15,620	16,520	17,877
비지배지분	160	199	205	219
자본총계	20,546	20,565	21,261	22,631

Key Financial Data I

	2016	2017	2018E	2019E
주당지표 (원)				
EPS	1,866	2,237	2,675	2,805
BPS	30,279	30,249	31,273	33,289
DPS	400	600	750	800
Valuation (%)				
PER (배)	6.8	7.0	5.7	5.5
PBR (배)	0.4	0.5	0.5	0.5
배당수익률	3.1	3.8	4.9	5.2
배당성향	21.4	26.7	27.8	28.5
수익성 (%)				
NIM	1.8	1.9	2.0	2.0
ROE	6.4	7.4	8.7	8.7
ROA	0.4	0.5	0.6	0.6
Credit cost	0.3	0.3	0.3	0.3
효율성 (%)				
예대율	116.9	113.8	113.4	112.7
C/I Ratio	59.1	54.5	50.5	50.0

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E
순이자이익	5,020	5,221	5,632	5,918
이자수익	8,512	8,551	9,446	9,987
이자비용	3,493	3,330	3,814	4,069
순수수료이익	937	1,070	1,146	1,180
수수료수익	1,865	2,069	2,210	2,313
수수료비용	928	999	1,064	1,134
기타비이자이익	-70	182	-69	-73
총영업이익	5,887	6,473	6,709	7,025
판관비	3,478	3,531	3,387	3,512
총전영업이익	2,408	2,942	3,322	3,512
총당금전입액	834	785	792	864
영업이익	1,574	2,157	2,530	2,649
영업외손익	-21	-207	-48	-43
세전이익	1,553	1,950	2,482	2,606
법인세비용	276	419	656	691
당기순이익	1,278	1,530	1,827	1,915
지배주주	1,261	1,512	1,808	1,896
비지배지분	16	18	18	19

Key Financial Data II

(%)	2016	2017	2018E	2019E
자본적정성				
BIS Ratio	15.3	15.4	16.1	16.4
Tier 1 Ratio	12.7	13.0	14.0	14.3
CET 1 Ratio	10.5	11.0	12.0	12.5
자산건전성				
NPL Ratio	1.0	0.8	0.8	0.8
Precautionary Ratio	1.8	1.6	1.6	1.6
NPL Coverage	152.8	167.6	149.2	149.7
성장성				
자산증가율	6.4	1.8	4.0	4.7
대출증가율	5.5	3.4	5.0	4.7
순이익증가율	19.1	19.9	19.6	4.8
Dupont Analysis				
순이자이익	1.6	1.7	1.7	1.7
비이자이익	0.3	0.4	0.3	0.3
판관비	-1.1	-1.1	-1.0	-1.0
대손상각비	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 4월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:은경완)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

우리은행 (000030) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.08.16	산업분석	Buy	13,000	은경완	-14.1	-3.5	
2016.10.20	기업브리프	Buy	14,500	은경완	-13.9	-11.7	
2016.11.14	기업브리프	Buy	14,500	은경완	-14.5	-11.7	
2016.11.21	산업분석	Buy	15,000	은경완	-15.3	-11.0	
2017.01.17	산업브리프	Buy	15,000	은경완	-14.5	-9.3	
2017.02.09	기업브리프	Buy	17,000	은경완	-20.7	-18.2	
2017.04.10	산업브리프	Buy	17,000	은경완	-20.3	-17.1	
2017.04.20	기업브리프	Buy	18,000	은경완	-15.0	-9.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	19,000	은경완	-10.0	-1.8	
2017.07.10	산업브리프	Buy	21,500	은경완	-13.4	-12.1	
2017.07.21	기업브리프	Buy	21,500	은경완	-12.9	-9.1	
2017.09.04	산업분석	Buy	21,500	은경완	-14.7	-9.1	
2017.10.10	산업분석	Buy	21,500	은경완	-15.3	-9.1	
2017.10.27	기업브리프	Buy	21,500	은경완	-17.7	-9.1	
2017.11.29	산업분석	Buy	21,000	은경완	-23.3	-18.3	
2018.01.16	산업분석	Buy	21,000	은경완	-22.3	-18.1	
2018.02.09	기업브리프	Buy	21,000	은경완	-24.2	-18.1	
2018.04.12	산업브리프	Buy	18,000	은경완	-16.5	-15.0	
2018.04.23	기업브리프	Buy	19,000	은경완	-	-	