

2018. 5. 21



▲ 은행/지주

Analyst **은경완**

02. 6098-6653

kw.eun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **19,000 원**

현재주가 (5.18) **15,200 원**

상승여력 **25.0%**

KOSPI 2,460.65pt

시가총액 102,752억원

발행주식수 67,600만주

유동주식비율 76.04%

외국인비중 26.12%

52주 최고/최저가 19,550원/13,700원

평균거래대금 293.7억원

주요주주(%)

예금보험공사 18.43

국민연금 9.29

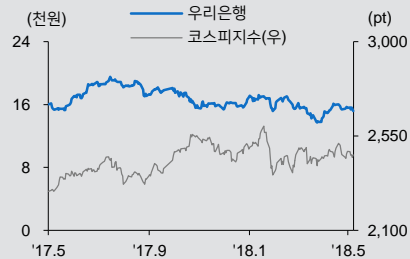
노비스1호유한회사 6.00

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 0.7 -4.1 -1.3

상대주가 1.5 -1.2 -8.3

주가그래프



# 우리은행 000030

## 지주사 전환 공식화

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 19,000원, 업종 내 Top pick 추천
- ✓ 6월 예비인가 신청 후, 내년 초 지주사 출범 목표
- ✓ 지주사 전환시 자회사 출자 여력 확대 → 비은행 포트폴리오 강화 움직임 예상
- ✓ 시중은행 중 가장 높은 이익 모멘텀 + 지배구조 변화 기대감 + 오버행 이슈 소멸
- ✓ 그럼에도 현 주가는 업종 평균을 하회하는 Trailing PBR 0.50배에 불과

### 5년만에 은행에서 금융지주사로

'17년 11월 CEO 사퇴, '18년 3월 공적자금위원장 사퇴 등으로 난항을 겪던 우리은행의 지주사 전환이 공식화 되었다. 언론 보도에 따르면 6월 예비인가 신청 후, 내년 초 지주사 출범을 목표로 관련 일정(이사회 및 주주총회 승인, 금융당국 인가 등)을 진행할 계획이다. 지주사 추진의 핵심적인 배경은 현행 은행법상(37조) 제한 받고 있는 자회사 출자한도(자기자본의 20%)를 극복하고, 비은행 포트폴리오 강화를 통해 수익성 및 사업 효율성 제고, 기업 가치 상승 등을 도모하기 위함이다.

### 지주사 전환시 자회사 출자여력 확대

'18년 3월말 기준 우리은행의 자회사 출자한도는 4.0조(자기자본 19.8조원 X 20%)이다. 기 출자금액 3.3조원을 제외시 추가 출자 여력은 7천억원에 불과하다. 반면 지주회사로 전환시 자회사 출자한도는 금융당국의 이중레버리지비율(종속회사 투자지분 대비 자기자본비율) 권고치인 130%까지 확대된다. 지주사 전환 후 우리은행의 다음 행보는 필연적으로 증권, 부동산신탁, 자산운용사 등 적극적인 비은행 자회사 강화 움직임으로 연결될 가능성이 높다.

### 어닝 모멘텀과 지배구조 개편 기대감

'18년 예상 지배주주순이익과 ROE는 각각 1.9조원(+24.1% YoY), 9.0%로 추정된다. 시중은행 중 가장 높은 이익 개선 폭이다. 또한 지배구조의 향방도 先 지주사 전환, 後 예보 지분(18.43%) 매각으로 결정됨에 따라 주가에 부담으로 작용했던 연내 오버행 발생 가능성도 소멸했다. 투자 의견 Buy, 적정주가 19,000원을 유지하며 업종 내 Top pick으로 지속 추천한다.

(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	6,710	3,339	2,624	1,876	2,775	24.1	31,372	5.5	0.5	9.0	0.6
2019E	7,025	3,530	2,747	1,967	2,910	4.8	33,493	5.2	0.5	9.0	0.6

**표1 조특법 제38조 개정 내용 → 예보의 이중과세 부담 해결**

주식의 포괄적 교환·이전에 대한 과세특례의 보완(제38조제2항)

「상법」에 따른 주식의 포괄적 교환·이전 시 발생하는 주식 양도차익이 주식을 양도한 완전자회사의 주주와 주식을 취득한 완전모회사에게 이중으로 과세되는 것을 개선하여 완전자회사의 주주에게만 과세하도록 함

자료: 법제처, 메리츠증권리서치센터

**표2 은행법 제37조 내용 → 자회사 출자한도 자기자본의 20%**

은행법 제37조 (다른 회사에 대한 출자제한 등)

①금융기관은 다른 회사의 의결권있는 발행주식(출자지분 포함)의 100분의 15를 초과하는 주식을 소유할 수 없다.  
 ②금융기관은 제1항의 규정에 불구하고 금융위원회가 정하는 업종에 속하는 회사 또는 기업구조조정 촉진을 위해 필요한 것으로 금융위원회의 승인을 얻은 경우에는 의결권있는 발행주식의 100분의 15를 초과하는 주식을 소유할 수 있다. 다만, 다음 각호의 1에 해당하는 경우에 한한다.

1. 금융기관이 의결권있는 발행주식의 100분의 15를 초과하는 주식을 소유하는 회사(이하 "자회사"라 한다)에 대한 출자의 총합계액이 금융기관 자기자본의 100분의 20의 범위내에서 대통령령이 정하는 비율에 해당하는 금액을 초과하지 아니하는 경우

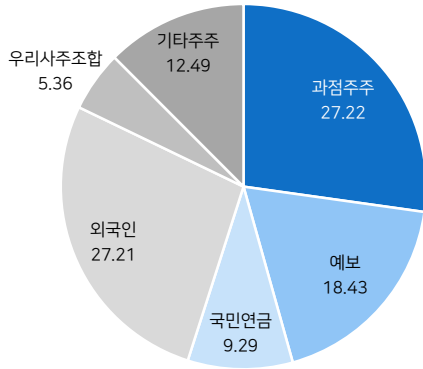
자료: 법제처, 메리츠증권리서치센터

**표3 우리은행 자회사 출자현황 → 자회사 추가 출자여력 7,000억원 수준**

(단위: %, 억원)	지분율	출자금액
우리카드	100	11,500
우리종합금융	59.83	2,017
우리에프아이에스	100	252
우리프라이빗에쿼티자산운용	100	300
우리금융경영연구소	100	30
우리신용정보	100	30
우리펀드서비스	100	100
한국비티엘인프라투자회사	99.87	7,764
우리아메리카은행	100	2,024
인도네시아우리소다라은행	79.88	2,154
중국우리은행	100	4,016
러시아우리은행	100	202
브라질우리은행	100	260
우리파이낸스캄보디아	100	46
우리파이낸스미얀마	100	24
우리웰스뱅크필리핀	51	257
베트남우리은행	100	1,554
홍콩우리투자은행	100	0.5
<b>합계 (A)</b>		<b>32,530</b>
우리은행 자기자본 (B)		197,962
자회사 출자한도 (C=B X 20%)		39,592
자회사 출자여력 (C-A)		7,062

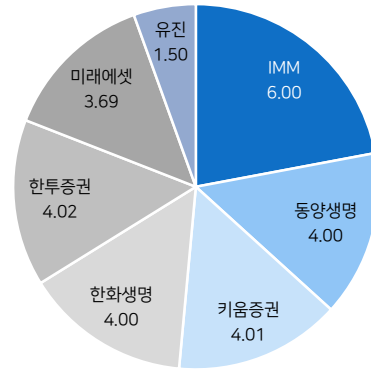
자료: 우리은행, 메리츠증권리서치센터

그림1 우리은행 주주현황 ('18년 3월말 기준)



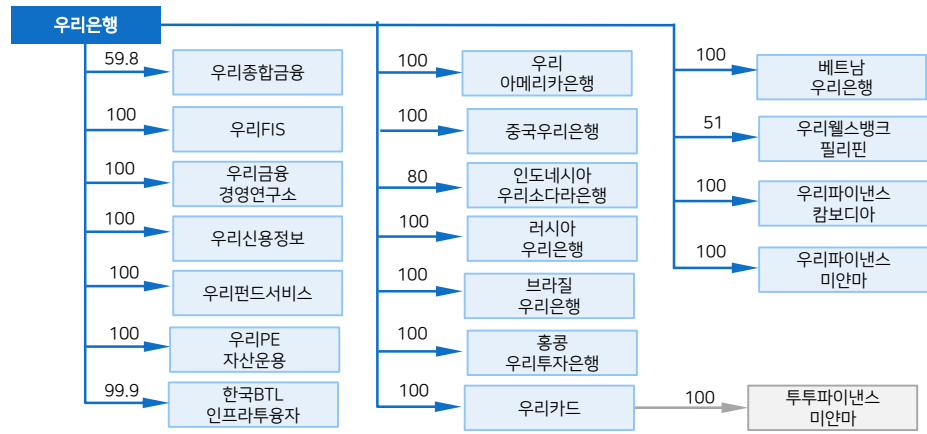
자료: 우리은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 과점주주 27.22% 세부사항



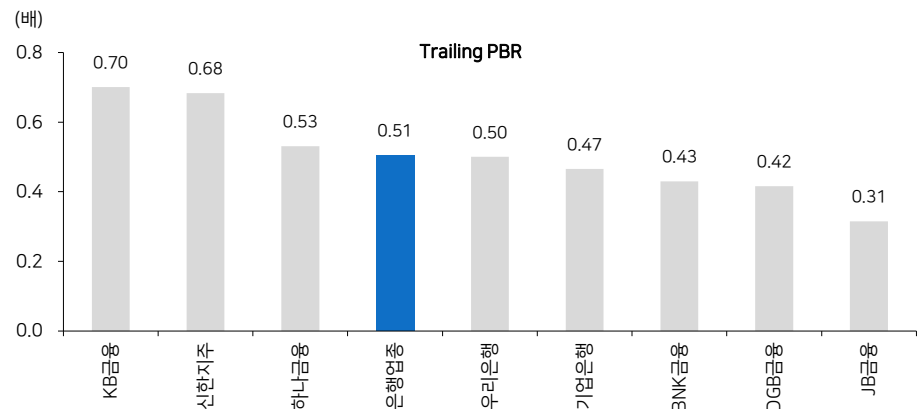
자료: 우리은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 우리은행 지배구조 ('18년 3월말 기준)



자료: 우리은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 상장은행 Valuation



자료: 각사, 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
<b>자산총계</b>	<b>310,683</b>	<b>316,295</b>	<b>328,890</b>	<b>344,277</b>
예수부채	221,020	234,695	247,517	260,481
차입부채	18,770	14,785	10,931	10,769
사채	23,565	27,870	21,252	20,936
기타부채	26,781	18,381	27,860	29,319
<b>부채총계</b>	<b>290,137</b>	<b>295,731</b>	<b>307,560</b>	<b>321,505</b>
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	-2,147	-2,147
기타포괄손익누계액	0	0	0	0
이익잉여금	14,612	15,620	16,584	18,012
비지배지분	160	199	208	222
<b>자본총계</b>	<b>20,546</b>	<b>20,565</b>	<b>21,329</b>	<b>22,772</b>

## Key Financial Data I

	2016	2017	2018E	2019E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	1,866	2,237	2,775	2,910
BPS	30,279	30,249	31,372	33,493
DPS	400	600	750	800
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	6.8	7.0	5.5	5.2
PBR (배)	0.4	0.5	0.5	0.5
배당수익률	3.1	3.8	4.9	5.3
배당성장	21.4	26.7	27.0	27.5
<b>수익성 (%)</b>				
NIM	1.8	1.9	2.0	2.0
ROE	6.4	7.4	9.0	9.0
ROA	0.4	0.5	0.6	0.6
Credit cost	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>효율성 (%)</b>				
예대율	116.9	113.8	113.4	112.7
C/I Ratio	59.1	54.5	50.2	49.7

## 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	1,147	1,180
수수료수익	1,865	2,069	2,210	2,313
수수료비용	928	999	1,064	1,134
기타비이자이익	-70	182	-69	-72
<b>총영업이익</b>	<b>5,887</b>	<b>6,473</b>	<b>6,710</b>	<b>7,025</b>
판관비	3,478	3,531	3,371	3,495
<b>총전영업이익</b>	<b>2,408</b>	<b>2,942</b>	<b>3,339</b>	<b>3,530</b>
총당금전입액	834	785	716	784
영업이익	1,574	2,157	2,624	2,747
영업외손익	-21	-207	-48	-43
세전이익	1,553	1,950	2,576	2,704
법인세비용	276	419	681	717
당기순이익	1,278	1,530	1,895	1,987
지배주주	1,261	1,512	1,876	1,967
비지배지분	16	18	19	20

## Key Financial Data II

(%)	2016	2017	2018E	2019E
<b>자본적정성</b>				
BIS Ratio	15.3	15.4	16.1	16.5
Tier 1 Ratio	12.7	13.0	14.0	14.4
CET 1 Ratio	10.5	11.0	12.1	12.6
<b>자산건전성</b>				
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
<b>성장성</b>				
자산증가율	6.4	1.8	4.0	4.7
대출증가율	5.5	3.4	5.0	4.7
순이익증가율	19.1	19.9	24.1	4.8
<b>Dupont Analysis</b>				
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	-0.2

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 5월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 21일 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 하시기 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	산업분석	Buy	18,000	은경완	-16.5	-15.0	
2018.04.23	기업브리프	Buy	19,000	은경완	-17.5	-15.3	
2018.05.21	기업브리프	Buy	19,000	은경완	-	-	