

우리은행(000030)

주주이익에 가장 부합하는 방향으로 지주사 전환

최적의 방법으로 지주사 전환 결정

어제 우리은행은 이사회 결의를 통해 금융지주사로 전환하기로 최종 결정했다. 주주총회 예정일은 12월 28일이며, 신주(우리금융지주 주식) 상장 예정일은 내년 2월 13일이다(표 1). 이번에 사용된 ‘주식이전’은 전통적으로 은행지주회사 설립 시 가장 많이 사용되던 방식이다. 우리은행은 이번 공시를 통해 카드와 종금은 은행 밑에 계속 두고, 우리은행을 포함한 기타 6개 법인을 지주 자회사로 두는 구조로 추진할 것임을 밝혔다. 결론적으로 금번 결정으로 지주사 전환혜택은 극대화되면서 희석 등 관련 부작용은 최소화됐다. 주주이익에 가장 부합하는 방식으로 처리됐고 향후 비은행 자회사 출자확대에 따라 EPS가 증가하는 점은 기대감 일부 선반영에도 불구하고 주가에 긍정적이다.

주식이전 방식을 통해 지주사 설립

이번 주식이전의 주요 내용은 다음과 같다. 우선 우리은행 주주들은 1주당 우리금융지주 1주를 교부받는다. 기존 은행의 100% 자회사 5개(FIS, 금융경영연구소, 신용정보, 펀드서비스, PE자산운용)은 금융지주 자회사로 들어간다. 이를 위해 자본시장법에 따라 계산된 이전비율을 활용해 해당 5개 자회사의 100% 주주인 우리은행은 우리금융지주 주식 416만주를 교부받는다. 과거 사례를 보면 보통 은행이 일시적으로 보유하게 된 지주주식은 계속 들고 있을 수 없으므로 외부매각을 진행했다. 해당 416만주는 향후 설립될 금융지주사 전체주식수의 0.6%에 불과하므로 매각되더라도 희석효과는 사실상 없다(표 2)。

카드와 종금을 손자회사로 둔 것은 긍정적

만약에 카드와 종금을 한꺼번에 주식이전했다면 BPS가 유지되더라도 지주 주식 수가 약 15% 증가하면서 EPS 희석이슈는 생길 수 있었는데 이를 사전에 차단했다(표 3). 우리은행은 카드와 종금은 지주사 설립이 완료된 후에 지주 자회사로의 추가 편입 여부를 검토할 계획이다. 그때는 지분인수, (다른 조건에서의) 주식교환, 공개매수 등 훨씬 다양한 방안을 활용할 수 있다.

매수(유지)

목표주가: 22,000원(유지)

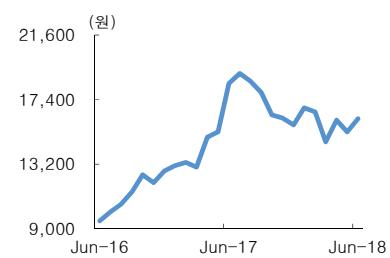
Stock Data

KOSPI(6/19)	2,340
주가(6/19)	16,150
시가총액(십억원)	10,917
발행주식수(백만)	676
52주 최고/최저가(원)	19,550/13,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	26,252
유동주식비율/외국인지분율(%)	76.0/25.9
주요주주(%)	예금보험공사 국민연금
	18.4 9.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.3	(0.9)	(6.4)
KOSPI 대비(%p)	11.1	4.7	(5.1)

주가추이



자료: WISEfn

총영업이익 (십억원)	총전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
2016A	5,887	2,387	1,261	1,567	20.4	24,970	8.1	0.51	0.36	6.7
2017A	6,473	2,735	1,512	1,998	27.5	25,767	7.9	0.61	0.43	8.0
2018F	6,578	3,056	1,959	2,689	34.6	27,597	6.0	0.59	0.57	10.4
2019F	6,853	3,359	2,007	2,761	2.7	29,708	5.8	0.54	0.57	10.0
2020F	7,283	3,695	2,179	3,016	9.2	32,074	5.4	0.50	0.59	4.3

백두산

doosan@truefriend.com

출자여력 약 7조원 순증

ROE는 ROA와 레버리지(총자산/자기자본)의 곱으로 이루어진다. 은행지주사로 전환되면 레버리지가 높아져 ROE와 EPS가 개선되는 식으로 기업가치가 상승한다. 원리는 다음과 같다. 현행 은행법상 은행 자기자본의 20%까지만 자회사에 출자할 수 있다. 보완자본까지 포함한 우리은행 자기자본이 23조원이므로 대략 4.6조원(23조원x20%)이 현재 자회사 출자한도인 셈이다. 한편 은행지주사는 자기자본의 130%까지 자회사 출자가 가능하다. 이는 은행 출자한도(4.6조원)은 그대로 살아 있는 상태에서 추가로 생기는 것이다. 지주사 자기자본의 약 100%(이전비율 1:1)까지는 은행에 써야되므로 지주 자기자본의 30%인 약 7조원이 출자여력 순증액이다.

출자여력 개선은 EPS 증가로 연결

작년 신종자본증권을 감안한 우리은행 조정 EPS는 1,990원이었다. 카드와 종금이 지주사 전환 후 현재 종가 기준에서 100% 주식교환된다고 보수적으로 가정한다면 EPS는 1,695원으로 약 15% 희석된다. 하지만 자회사 추가 출자액의 ROE가 10% 나온다고 가정하면 주식수 증가 효과를 감안해도 EPS는 30%나 증가한다(표 4). 추가 출자액의 ROE를 5%로 가정해도 EPS는 7% 증가하는 효과가 있다. 결론적으로 지주사 전환은 주주가치에 긍정적이다.

현재 저평가된 상태. 목표주가 22,000원 유지

우리은행에 대해 매수의견과 목표주가 22,000원을 유지한다. 우리은행은 지주사 전환 후 늘어난 출자한도를 가지고 순차적으로 캐피탈, 저축은행, 자산운용, 부동산신탁사, 증권사 등을 인수하거나 신규설립할 것이다. 궁극적으로 자회사 출자를 점진적으로 확대하는 것에 맞춰서 주주이익에 가장 부합하는 방향으로 적절한 시기와 방법을 활용해 카드와 종금을 지주 자회사로 둘 것으로 전망한다. 최적의 방법으로 지주사 전환을 할 것이고 수급 측면에서 하방경직성 있으며 경상순이익과 일회성이익이 모두 양호하게 나올 것을 고려할 때 현재 주가는 저평가 상태다.

〈표 1〉 주식이전 일정

항목	내용
이전계약일	2018-06-19
주주환경기준일	2018-10-05
주주명부폐쇄기간	2018-10-06~2018-10-11
반대의사통지접수기간	2018-12-07~2018-12-27
주주총회 예정일	2018-12-28
주식매수청구권 행사기간	2018-12-28~2019-01-07
구주권제출기간	2018-12-29~2019-01-10
매매거래정지예정기간	2019-01-09~2019-02-12
이전일자	2019-01-11
신주권교부예정일	2019-02-12
신주 상장예정일	2019-02-13

자료: 우리은행, 한국투자증권

〈표 2〉 우리금융지주 주식이전 효과

	우리금융지주						
		우리은행	우리FIS	우리금융 경영연구소	우리신용정보	우리펀드서비스	우리PE자산운용
이전가액(원)	16,255	16,255	4,876	3,069	17,941	7,655	1,427
자산가치(원)		n/a	6,642	5,734	27,035	5,706	6,704
수익가치(원)		n/a	3,699	1,293	11,879	8,954	(2,091)
이전비율(각사 1주 대비 지주주식수)		1.0000000	0.2999709	0.1888161	1.1037294	0.4709031	0.0877992
현재 각 사 발행주식총수(천 주)		676,000	4,900	600	1,008	2,000	6,000
각 사별 지주주식 교부수(천 주)		676,000	1,470	113	1,113	942	527
지주 발행주식총수(천 주)	680,164						
각 사 주주의 지주주식 지분율(%)		99.4%	0.2%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%

자료: 우리은행, 한국투자증권

〈표 3〉 우리카드와 종금을 주식이전에 바로 포함시켰을 경우 희석효과

	우리금융지주		
		우리카드	우리종금
이전가액(원)	16,255	7,193	817
자산가치(원)		9,010	n/a
수익가치(원)		5,981	n/a
이전비율(각사 1주 대비 지주주식수)		0.4424830	0.0502752
현재 각 사 발행주식총수(천 주)		179,266	674,203
각 사별 지주주식 교부수(천 주)		79,322	33,896
지주 발행주식총수(천 주)	793,382		
각 사 주주의 지주주식 지분율(%)		10.0%	4.3%

주: 우리카드 수익가치는 PBR 0.66배로 임의 가정(내재 자본비용 10%, 17년 ROE 지속 가정)

자료: Quantwise, 금융감독원, 한국투자증권

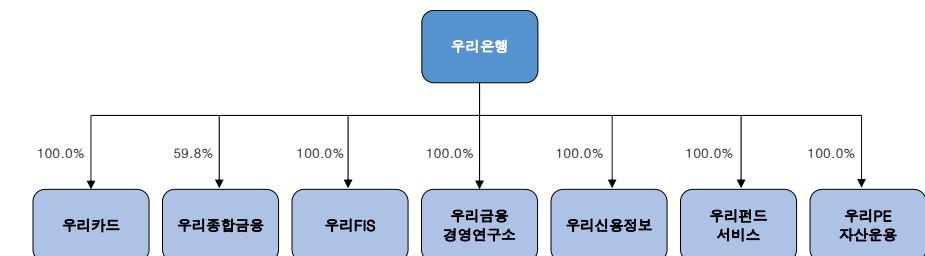
〈표 4〉 지주사 전환 후의 EPS 증가 효과

항목	내용
출자여력 순증액(십억원)	7,000
17년 우리은행 조정순이익(십억원)	1,345
17년 우리은행 발행주식수(천 주)	676,000
기존 EPS(원)	1,990
카드/종금 포함 지주 발행주식수(천 주)	793,382
단순 희석 EPS(원)	1,695
추가 출자액 ROE 10%일 경우	
순이익 순증액(십억원)	700
최종 EPS(원)	2,578
EPS 증가효과	30%
추가 출자액 ROE 5%일 경우	
순이익 순증액(십억원)	350
최종 EPS(원)	2,137
EPS 증가효과	7%

주: 우리카드와 우리종금을 주식교환으로 가져와 희석효과를 보수적으로 가정한 시나리오

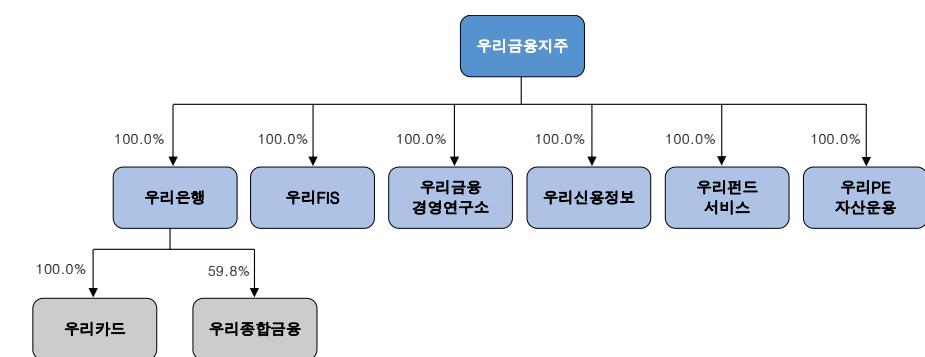
자료: 우리은행, Quantwise, 금융감독원, 한국투자증권

[그림 1] 우리은행 현재 지분구조



자료: 우리은행, 한국투자증권

[그림 2] 지주사 전환 후 초기 지분구조



자료: 우리은행, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

우리은행의 전신인 한빛은행은 1999년 상업은행과 한일은행이 합병해 탄생했다. 이후 2001년 국내 최초의 금융지주사인 우리금융지주의 자회사로 편입되었으며, 그 해 평화은행을 분할합병했다. 2002년에는 지금의 우리은행으로 사명을 변경했다. 한편 우리금융지주는 공적자금 회수 일환으로 2014년 상반기 경남은행, 광주은행을 분할 뒤 매각했으며, 우리투자증권, 우리파이낸셜, 우리에프앤아이 등 비은행 자회사 상당수를 매각했다. 그 뒤 2014년 11월 우리은행은 몸집이 축소된 우리금융지주를 흡수합병했다. 현재 우리은행은 우리카드, 우리종금 등을 자회사로 보유 중이다.

- 순이자마진(NIM): 순이자이익 / 이자수익자산(평잔)
- 고정이하여신: 건전성에 따라 정상, 요주의, 고정, 회수의문, 추정손실로 여신 분류. 고정, 회수의문, 추정손실 합산
- 고정이하여신비율: 고정이하여신 / 총여신
- 대손율: 대손총당금전입액 / 총여신
- 이익경비율: 일반관리비 / 총영업이익
- 보통주자본비율(CET1 ratio): 보통주자본 / 위험가중자산(RWA)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
총자산	310,683	316,295	328,126	343,570	358,944
현금 및 예치금	22,433	15,803	16,421	16,703	17,322
유가증권	40,493	37,979	42,011	44,609	46,411
대출채권	235,401	251,523	252,845	264,152	275,967
유형자산	2,458	2,478	2,212	2,265	2,195
투자부동산	359	371	374	374	374
관계기업투자	439	417	434	437	437
무형자산과 영업권	484	519	542	647	669
기타자산	8,617	7,206	13,288	14,384	15,569
총부채	290,137	295,731	306,316	320,325	334,090
예수금	221,020	234,695	240,301	251,450	262,727
당기순익인식지정금융부채	767	252	273	282	291
단기기대금부채	27	26	21	22	23
차입부채	18,770	14,785	15,119	15,866	16,590
사채	23,565	27,870	28,091	29,357	30,672
기타부채	25,988	18,103	22,511	23,347	23,787
자기자본	20,546	20,565	21,810	23,245	24,854
(지배주주지분)자기자본	20,386	20,366	21,598	23,019	24,612
자본금	3,381	3,381	3,381	3,381	3,381
보통주자본금	3,381	3,381	3,381	3,381	3,381
신종자본증권	3,575	3,018	3,018	3,018	3,018
자본잉여금	286	286	286	286	286
자본조정	(1,641)	(1,850)	(1,641)	(1,641)	(1,641)
기타포괄손익누계액	173	(90)	(506)	(506)	(506)
이익잉여금	14,612	15,620	17,060	18,481	20,074

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
총영업이익	5,887	6,473	6,578	6,853	7,283
순이자이익	5,020	5,221	5,585	5,909	6,287
이자수익	8,512	8,551	9,485	10,406	11,384
이자비용	3,493	3,330	3,901	4,498	5,098
비이자이익	867	1,252	993	944	996
순수수료 수익	937	1,070	1,194	1,245	1,297
유가증권 처분/평가	384	717	438	393	408
기타비이자이익 항목	(454)	(536)	(639)	(693)	(709)
대손상각비+총당부채순전입액	834	785	342	577	674
순영업수익	5,053	5,688	6,236	6,277	6,609
판관비	3,478	3,531	3,533	3,507	3,603
인건비	2,125	2,324	2,199	2,173	2,232
각종 상각비	248	184	231	250	255
고정비성 경비	517	514	538	537	548
변동비성 경비	588	510	565	548	568
영업이익	1,574	2,157	2,703	2,769	3,006
영업외이익	(21)	(207)	11	13	15
(총당금적립전이익)	2,387	2,735	3,056	3,359	3,695
법인세비용차감전계속사업이익	1,553	1,950	2,714	2,783	3,021
법인세비용	276	419	727	743	806
(실현세율)(%)	17.8	21.5	26.8	26.7	26.7
계속사업이익	1,278	1,530	1,987	2,040	2,214
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,278	1,530	1,987	2,040	2,214
(지배주주지분)당기순이익	1,261	1,512	1,959	2,007	2,179

주요재무지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
수익성(%)					
ROE	6.7	8.0	10.4	10.0	10.2
ROA	0.36	0.43	0.57	0.57	0.59
순이자마진(NIM)	1.61	1.64	1.72	1.76	1.80
예대금리차(NIS)	1.77	1.81	1.90	1.93	1.97
Cost-income ratio	59.1	54.5	53.7	51.2	49.5
성장 및 효율(%)					
지배주주 순이익 증가율	19.1	19.9	29.5	2.5	8.6
대출채권 증가율	4.4	6.8	0.5	4.5	4.5
충전이익 증가율	(1.3)	14.5	11.7	9.9	10.0
대손비용 증가율	(13.7)	(5.9)	(56.4)	68.5	16.9
총자산 증가율	6.4	1.8	3.7	4.7	4.5
대출채권/예수금	106.5	107.2	105.2	105.1	105.0
자산건전성(%)					
NPL(고정이하여신) 비율	0.98	0.83	0.71	0.75	0.78
NPL 커버리지 비율	165.1	87.7	99.8	101.0	107.2
자본적정성(%)					
BIS 자기자본 비율	15.3	15.4	15.9	16.9	16.0
보통주자본비율(CET1)	10.5	11.0	11.8	12.8	12.1
기본자본비율(Tier 1 ratio)	12.7	13.9	13.8	14.8	13.9

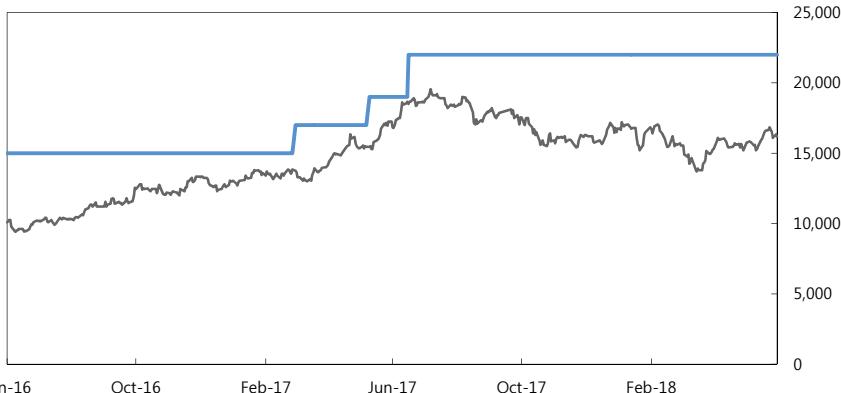
Valuation

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당 지표(원)					
BPS(KIS기준)	24,970	25,767	27,597	29,708	32,074
EPS(KIS기준)	1,567	1,998	2,689	2,761	3,016
DPS	400	600	650	650	700
주가 지표(배)					
P/B	0.51	0.61	0.59	0.54	0.50
P/E	8.1	7.9	6.0	5.8	5.4
P/PPE	4.5	5.0	5.1	4.5	4.0
배당수익률(%)	3.1	3.8	4.0	4.0	4.3
배당성향(%)	21.4	26.7	22.3	21.8	21.6
ROE 분해(%)					
ROE	6.7	8.0	10.4	10.0	10.2
레버리지(배)	18.4	18.5	18.2	17.7	17.2
이자부자산 비율	91.1	89.3	91.9	89.3	89.2
순이익/이자부자산	0.40	0.48	0.62	0.63	0.66
순이자이익률	1.89	1.88	1.92	2.02	2.05
비이자이익률	0.33	0.45	0.34	0.32	0.33
대손상각비율	(0.31)	(0.28)	(0.12)	(0.20)	(0.22)
판관비율	(1.31)	(1.27)	(1.22)	(1.20)	(1.18)
기타이익률	(0.20)	(0.29)	(0.31)	(0.31)	(0.32)

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
우리은행(000030)	2016.06.09	매수	15,000원	-21.1	-7.7
	2017.03.20	매수	17,000원	-15.2	-3.8
	2017.05.29	매수	19,000원	-10.5	-1.8
	2017.07.05	매수	22,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 6월 19일 현재 우리은행 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 우리은행 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.