2019년 4월 4일 I Equity Research

우리금융지주 (316140)

M&A 속도전 돌입

국제자산신탁 인수를 위한 양해각서 체결

우리금융에 대한 투자의견 매수와 목표주가 20,500원을 유지. 주요 언론에 따르면 우리금융이 국제자산신탁의 대주주 지분 65.7% 인수 양해각서를 체결한 것으로 보도. 인수가는 65.7% 기준 약 1,500억원선으로 추산되고 있는데 이는 100% 기준 약 2,300억원의 밸류에 해당하는 것으로 2018년말 국제자산신탁 장부가치 대비 약 3배 정도의 수준임. 동양·ABL자산 우선협상대상자 선정에 이어 부동산신탁사 인수 양해각서가 체결되었고, 아주캐피탈과 자회사인 아주저축은행 계열사 편입도 곧 이루어질 것으로 보여 M&A에 속도를 내고 있는 상황

신탁사 인수는 이익다각화와 시너지 발생 측면에서 긍정적

국제자산신탁의 2018년 순이익은 315억원을 시현해 ROA 26.4%, ROE는 47.0%를 기록. 인수가격은 아직 미확정이지만 국제자산신탁 ROE를 감안했을 때 3배 정도의 인수가가 비싸다고 보기는 어려운 편. 국제자산신탁은 최근 주력사업인 관리형토지신탁 신규 수주가 급감하면서 성장성이 약화되고 있는 상황. 그러나 대형금융지주로 편입될 경우 신용도 상승에 따른 조달비용 감소와 수주 환경 개선 예상. 금융지주계열인 KB부동산신탁과 하나자산신탁처럼 책임준공확약형 신탁사업 진출이 가능해지기 때문. 중소형건설사 사업장은 책임준공확약형 신탁이 절대적으로 필요한 상황. 비록 국제자산신탁 연간 순익이 300억원 내외에 불과하지만 카드와 종금을 제외하면 비은행계열사 이익기여도가 매우 미미해 의미가 적지는 않을 듯

1분기 순익은 은행은 컨센서스 대폭 상회. 그룹 기준은 부합

1분기 그룹 순익은 5,630억원 추정. 다만 은행 순익은 6,000억원을 상회하면서 컨센서스 크게 상회하는 매우 양호한 실적 시현 예상. 은행과 그룹 순익이 차이가 나는 이유는 은행이 보유한 약 3조원 가량의 신종자본증권의 지급이자가 은행에서는 배당으로 분류되지만 그룹 연결시에는 비지배주주순익으로 분류되면서 지배주주순익을 감소시키기 때문. 이는 회계적인 이슈로 은행의 경상 순익이 컨센서스를 크게 상회할 것이라는 점에 더 주목해야 함. 하나금융과 더불어 은행업종 최선호주 유지

Update

BUY

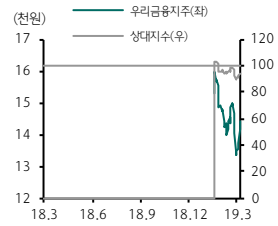
I TP(12M): 20,500원 I CP(4월 3일): 14,400원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,203.27
52주 최고/최저(원)	16,000/13,350
시가총액(십억원)	9,794.4
시가총액비중(%)	0.81
발행주식수(천주)	680,164.3
60일 평균 거래량(천주)	2,148.6
60일 평균 거래대금(십억원)	31.0
19년 배당금(예상,원)	680
19년 배당수익률(예상,%)	4.72
외국인지분율(%)	29.41
주요주주 지분율(%)	
예금보험공사	18.32
국민연금	9.23

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(2.7)	0.0	0.0
상대	(3.0)	0.0	0.0

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	2,699.1	2,799.0
순이익(십억원)	2,005.2	2,094.9
EPS(원)	3,004	3,052
BPS(원)	34,875	37,892

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
총영업이익	십억원	6,473	6,697	7,129	7,499	7,875
세전이익	십억원	1,948	2,790	2,943	3,106	3,271
지배순이익	십억원	1,512	2,019	2,001	2,120	2,240
EPS	원	2,237	2,987	2,943	3,118	3,294
(증감률)	%	19.9	33.5	-1.5	5.9	5.7
수정BPS	원	30,210	32,139	34,280	37,398	40,692
DPS	원	600	650	680	750	820
PER	배	7.0	5.0	4.9	4.6	4.4
PBR	배	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	%	7.4	9.6	8.9	8.7	8.4
ROA	%	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
배당수익률	%	3.8	4.4	4.7	5.2	5.7

Analyst 최정욱, CFA
02-3771-3643
cuchoi@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

표 8. 국제자산신탁 현황 (우리금융 인수 양해각서 체결) (단위: 십억원, 주, %)

	2015	2016	2017	2018
자산	61.5	81.1	124.9	113.8
대출채권	6.4	4.2	26.6	35.4
자본	37.0	46.4	57.7	76.5
당기순이익	11	21	27	31
ROA	21.1	29.0	26.2	26.4
ROE	35.8	49.6	51.9	47.0

인수지분	65.7%	총 주식수	3,058,600
장부가	50.3	인수 주식수	2,010,418
주당 인수가 (원)	74,611	인수가 (가정)	150.0
		/장부가 (배)	2.98

주: 개별 기준
자료: 하나금융투자

표 5. 우리금융그룹 주요 계열사 현황 (2018년 기준)

계열사 현황	지분율	자산총계	자본총계	순이익
우리은행	100%	340,447	21,031	1,882
우리카드(손자회사)	100%	9,983	1,682	127
우리종금(손자회사)	100%	2,643	321	32
국제자산신탁 (?)	65.7%	114	77	31
동양자산 (?) (3Q18 기준)		99	96	4
ABL자산 (?) (3Q18 기준)		35	33	0
아주캐피탈 (?) (3Q18 기준)		6,201	752	91

주: 회색은 인수 가능성 거론되는 회사들
자료: 하나금융투자

표 6. 국제자산신탁 주주 현황

구분	주식	지분율
유재은	1,704,600	55.7%
유재영	306,000	10.0%
우리은행	200,000	6.5%
국제자산신탁	738,000	24.1%
기타	110,000	3.6%
계	3,058,600	100%

주: 2018년말 기준
자료: 하나금융투자

표 1. 우리금융 2019년 1분기 예상 실적 요약 (단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	(QoQ)	(YoY)
순이자이익	1,263	1,288	1,351	1,319	1,367	1,397	1,433	1,454	1,436	-1.2	5.0
순수수료이익	274	265	276	256	305	298	266	252	306	21.3	0.4
당기손익인식상품이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	NA	NA
기타비이자이익	176	42	16	-52	11	-33	-31	-22	12	NA	5.9
총영업이익	1,712	1,595	1,643	1,523	1,683	1,663	1,667	1,684	1,754	4.2	4.2
판관비	754	784	1,109	884	740	828	819	1,238	763	-38.4	3.2
충전영업이익	958	811	534	639	944	835	849	446	991	122.1	5.0
영업외이익	-50	-5	55	-208	-15	9	60	-8	-1	NA	NA
대손상각비	79	204	217	284	122	-152	83	276	165	-40.1	35.0
세전이익	829	601	372	147	806	995	826	162	825	408.0	2.3
법인세비용	186	135	88	10	212	274	221	43	221	416.5	4.4
비지배주주지분이익	5	5	3	3	5	6	7	4	41	989.9	747.7
당기순이익	637	461	280	134	590	716	598	116	563	386.2	-4.5

주: 그룹 연결 기준
자료: 하나금융투자

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
순이자이익	5,221	5,651	5,907	6,176	6,458
순수수료이익	1,070	1,121	1,177	1,236	1,297
당기손익인식상품이익	0	0	0	0	0
비이자이익	182	-74	46	87	119
총영업이익	6,473	6,697	7,129	7,499	7,875
일반관리비	3,531	3,624	3,407	3,543	3,684
순영업이익	2,942	3,074	3,723	3,956	4,190
영업외손익	-208	46	-57	-60	-63
충당금적립전이익	2,734	3,119	3,666	3,896	4,127
제충당금전입액	785	329	722	790	856
경상이익	1,948	2,790	2,943	3,106	3,271
법인세전순이익	1,948	2,790	2,943	3,106	3,271
법인세	419	749	780	823	867
총당기순이익	1,529	2,040	2,163	2,283	2,404
외부주주지분	17	21	162	163	164
연결당기순이익	1,512	2,019	2,001	2,120	2,240

Dupont Analysis

(단위: %)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
순이자이익	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
순수수료이익	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
당기손익인식상품이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비이자이익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
총영업이익	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
판관비	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
충전영업이익	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1
영업외이익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
대손상각비	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
세전이익	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
법인세비용	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
비지배지분이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6

Valuation

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (원)	2,237	2,987	2,943	3,118	3,294
BPS (원)	30,210	32,139	34,280	37,398	40,692
실질BPS (원)	30,210	32,139	34,280	37,398	40,692
PER (x)	7.0	5.0	4.9	4.6	4.4
PBR (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
수정PBR (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
배당률 (%)	12.0	13.0	13.6	15.0	16.4
배당수익률 (%)	3.8	4.4	4.7	5.2	5.7

자료: 하나금융투자

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
현금 및 예치금	6,908	6,713	6,358	7,022	7,748
유가증권	38,362	47,492	49,844	52,337	54,955
대출채권	267,106	282,424	300,133	313,414	327,292
고정자산	2,478	2,441	3,053	3,077	3,102
기타자산	1,497	1,366	1,406	1,449	1,492
자산총계	316,351	340,435	360,794	377,299	394,590
예수금	234,695	248,691	264,450	275,683	287,435
책임준비금	0	0	0	0	0
차입금	14,785	16,203	16,904	17,636	18,402
사채	27,870	28,726	29,969	31,266	32,624
기타부채	18,381	24,873	25,949	27,073	28,248
부채총계	295,731	318,493	337,272	351,658	366,709
자본금	3,381	3,381	3,401	3,401	3,401
보통주자본금	3,381	3,381	3,401	3,401	3,401
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	286	286	286	286	286
이익잉여금	15,620	17,111	18,672	20,792	23,031
자본조정	1,134	948	948	948	948
(자기주식)	0	0	0	0	0
외부주주지분	199	216	216	216	216
자본총계	20,621	21,942	23,522	25,642	27,882
자본총계(외부주주지분제외)	20,422	21,726	23,307	25,426	27,666

성장성

(단위: 원, 배, %)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
총자산 증가율	1.8	7.6	6.0	4.6	4.6
총대출 증가율	3.4	5.7	6.3	4.4	4.4
총수신 증가율	6.2	6.0	6.3	4.2	4.3
당기순이익 증가율	19.9	33.5	-0.9	5.9	5.7

효율성/생산성

(단위: %)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
대출금/예수금	113.8	113.6	113.5	113.7	113.9
판관비/총영업이익	54.5	54.1	47.8	47.2	46.8
판관비/수익성자산	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0

수익성

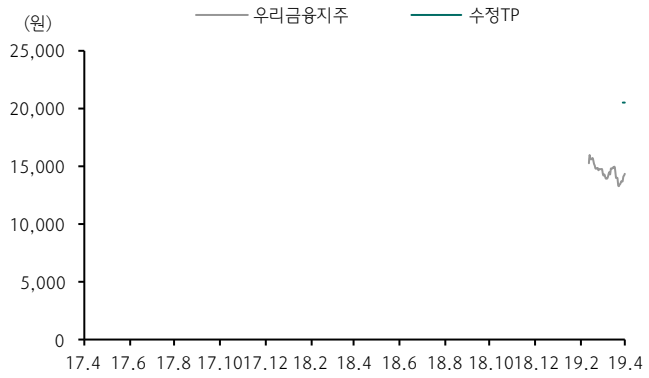
(단위: %)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
ROE	7.4	9.6	8.9	8.7	8.4
ROA	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
ROA (충당금전)	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1

Analyst 최정욱, CFA 02-3771-3643

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

우리금융지주



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.4.2	BUY	20,500		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.5%	6.9%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 4월 3일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 04월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2019년 04월 04일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.