

우리금융지주 (316140)

은행



박진형

02 3770 5658
jinhyoeng.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	22,000원 (I)
현재주가 (4/11)	14,350원
상승여력	53%

시가총액	97,604억원
총발행주식수	680,164,306주
60일 평균 거래대금	295억원
60일 평균 거래량	2,040,969주
52주 고	16,000원
52주 저	13,350원
외인지분율	29.38%
주요주주	예금보험공사 18.32%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.4	0.0	0.0
상대	(2.5)	0.0	0.0
절대(달러환산)	1.0	0.0	0.0

표면적 실적보다 경상이익 안정성에 초점

19.1Q(P) Preview: 표면적 이익은 다소 하회, 경상이익 유지 예상

우리은행의 19.1Q(P) 당기순이익(지배회사지분 기준)은 4,982억원으로 YoY 15.5% 감소, QoQ 283.9% 증가한 것으로 추정된다. 이는 컨센서스를 8.8% 하회하는 수준이다. 핵심이익은 견조한 흐름을 유지했을 것으로 추정되나, 금융지주사 전환에 따른 회계기준 변경의 효과로 지배회사 지분 당기순이익이 예상치를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 경상이익 5,000억원 초중반 수준의 이익 체력은 유지된 것으로 파악된다.

19.1Q(P) 실적의 주요 가정은, 1) 원화대출금 성장률 QoQ +1.2%(가계 +0.5%, SME +1.9%, 대기업 +2.8%), 2) NIM -1bp(은행기준, 18.1Q 150bp-18.2Q 152bp-18.3Q 153bp-18.4Q 151bp), 3) Credit Cost 23bp(2015년 45bp-2016년 37bp-2017년 34bp-2018년 13bp) 등이다.

지주사 전환 마무리, 비은행자회사 강화에 본격적으로 나설 전망

우리금융지주는 지주사 출범(2019년 1월)이 마무리된 상황에서 비은행자회사 강화에 본격적으로 나설 전망이다. 대규모 자본이 필요한 중급 이상의 자회사(보험, 증권 등)에 대한 M&A는 자본비용 이슈(내부등급법 미적용)로 단기간에 가시화될 가능성은 높지 않으나, 지속적인 검토 작업은 동반될 전망이다.

언론에 따르면, 우리금융지주는 지난 8일 동양자산 지분 73%와 ABL자산 지분 100%를 인수를 위한 주식매매계약(SPA)을 체결했다. 인수금액은 두 회사를 합쳐 1,700억원이 투입된 것으로 알려졌다. 한편 지난 3일에는 국제자산신탁 인수를 위한 양해각서(MOU)를 체결하고 실사에 들어갔다. 자산운용, 신탁사 등 소형급 비은행자회사 강화 작업은 이미 시작된 것으로 보인다.

투자의견 매수 및 Top-pick 의견, 목표주가 22,000원 제시

우리금융지주에 대해 투자의견 매수와 Top-pick 의견, 목표주가 22,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019년 예상 BPS 33,230원에 목표PBR 0.68배(지속가능 ROE 9.1%, COE 13.5%)를 적용해 산출했다. 투자포인트는, 1) 핵심이익 증가 추세, 2) 비은행자회사 강화를 통한 ROE 개선, 3) 구조 개편을 통한 효율화 증대 등이다.

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
영업이익	731.8	-10.9	293.9	767.1	-4.6
세전순이익	735.7	-8.7	314.4	785.7	-6.4
순이익	533.4	-10.3	307.8	550.0	-3.0
순이익(지배주주)	498.2	-15.5	283.9	546.2	-8.8
ROA	0.6	-0.2	0.4		
ROE	9.3	-2.5	6.9		

주: 2018년까지는 우리은행, 이후에는 우리금융지주 기준, 자료: 유안타증권

결산 (월)	2017A	2018A	2019F	2020F
영업이익	2,157	2,759	2,952	3,299
순이익(지배주주)	1,512	2,033	2,006	2,253
자기자본	19,955	21,273	22,602	24,493
ROA	0.5	0.6	0.6	0.6
ROE	7.6	9.9	9.1	9.6
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4
PER	7.0	5.2	4.9	4.3

주: 2018년까지는 우리은행, 이후에는 우리금융지주 기준, 자료: 유안타증권

[표1] 우리금융지주 19.1Q(P) Preview

(단위: 십억원, %)

	19.1Q(P)			18.4Q	QoQ	18.1Q	YoY
	실적	컨센서스	차이				
영업이익	731.8	767.1	-4.6	185.8	293.9	821.3	-10.9
세전순이익	735.7	785.7	-6.4	177.6	314.4	806.0	-8.7
당기순이익	533.4	550.0	-3.0	130.8	307.8	594.5	-10.3
순이익(지배주주)	498.2	546.2	-8.8	129.8	283.9	589.7	-15.5

자료: 유안타증권 리서치센터

[표2] 우리금융지주 분기별 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2018					2019(F)					19.1Q(P)	
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q(P)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간	YoY	QoQ
영업이익	821.3	986.4	765.8	185.8	2,759.3	731.8	861.5	868.3	490.8	2,952.5	-10.9	293.9
세전순이익	806.0	995.5	825.8	177.6	2,804.9	735.7	870.2	876.9	486.5	2,969.3	-8.7	314.4
순이익	594.5	721.8	604.5	130.8	2,051.6	533.4	630.9	635.8	352.7	2,152.7	-10.3	307.8
순이익(지배주주)	589.7	716.1	597.5	129.8	2,033.2	498.2	593.0	599.9	314.6	2,005.6	-15.5	283.9

자료: 유안타증권 리서치센터

우리금융지주가 인수한 동양·ABL 운용 개요

구분	동양자산운용	ABL 자산운용
설립일	2000년 08월 01일	2000년 12월 07일
운용자산(AUM)	21조 4,949억원	8조 1,432억원
임직원수	80명	52명
주요주주	동양생명보험	안방보험그룹

자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

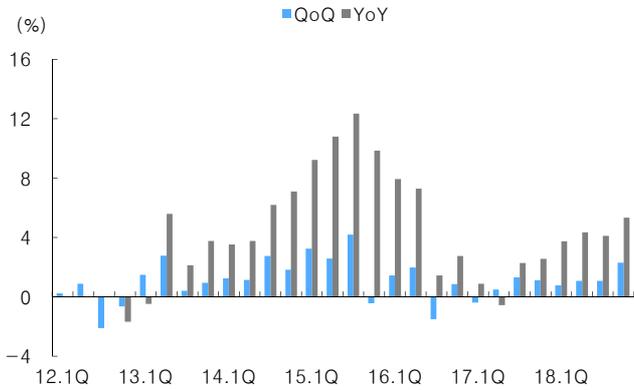
국제자산신탁 주요 주주

(2018년 12월말 기준)

주주명	주식수	지분율
유재은	1,704,600	55.73%
국제자산신탁	738,000	24.13%
유재영	306,000	10.00%
우리은행	200,000	6.54%
기타	110,000	3.60%
합계	3,058,600	100.00%

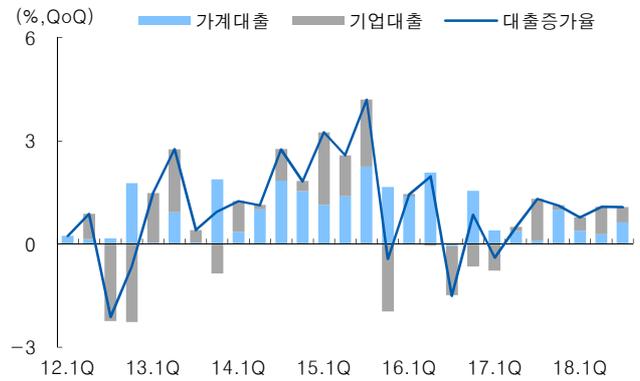
자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 우리은행 대출증가율 추이



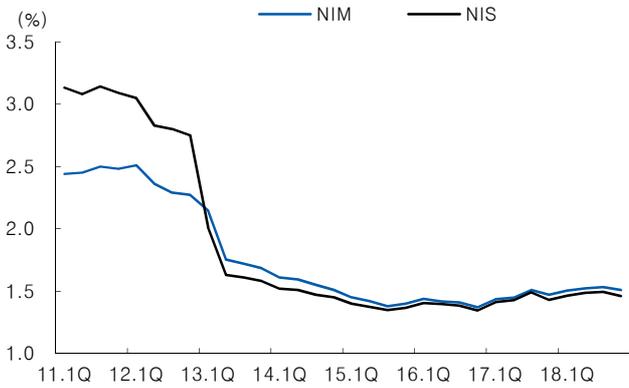
자료: 우리은행

[그림 2] 우리은행 대출증가율 부문별 기여도



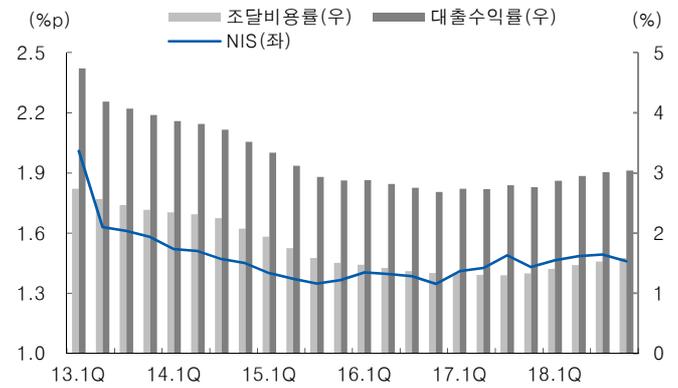
자료: 우리은행

[그림 3] 우리은행 NIM 및 NIS 추이



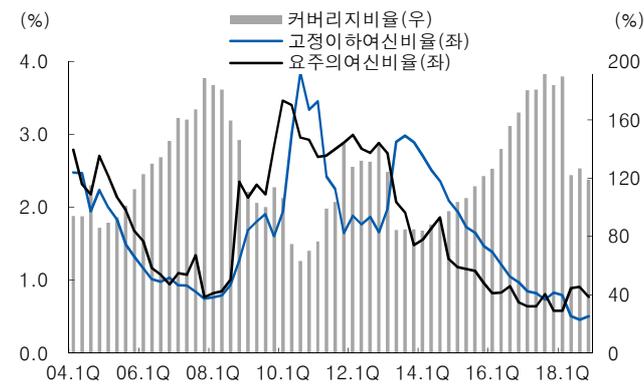
자료: 우리은행

[그림 4] 우리은행 NIS 구성항목 추이



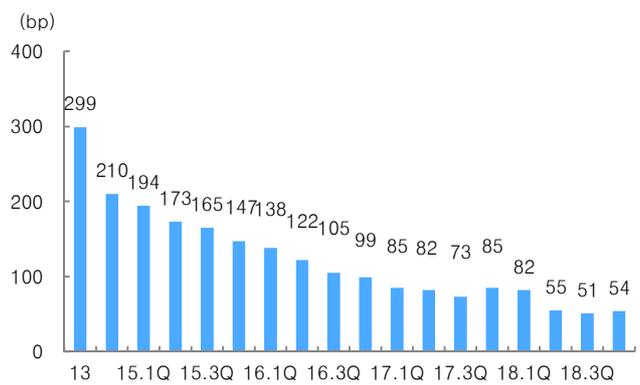
자료: 우리은행

[그림 5] 우리은행 자산건전성지표 추이



자료: 우리은행

[그림 6] 우리은행 NPL 비율 추이



자료: 우리은행

우리금융지주 (316140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F	
영업수익	23,320	32,118	20,061	18,429	19,410	
순영업이익	4,868	5,362	6,117	6,685	7,083	
순이자이익	5,020	5,221	5,651	6,136	6,607	
수수료이익	937	1,070	1,121	1,143	1,213	
기타비이자이익	-1,089	-929	-655	-595	-737	
영업이익(K-IFRS)	1,574	2,157	2,759	2,952	3,299	
총당금적립전순영업이익	5,702	6,147	6,446	7,373	7,943	
판매비와 관리비	3,478	3,531	3,624	3,732	3,784	
총당금적립전영업이익	2,224	2,616	2,822	3,641	4,159	
영업외이익	-21	-207	46	17	14	
총당금적립전이익	2,203	2,409	2,868	3,658	4,173	
제충당금	834	785	330	688	860	
세전계속사업이익	1,553	1,950	2,805	2,969	3,312	
법인세비용	276	419	749	817	911	
당기순이익	1,278	1,530	2,052	2,153	2,401	
(지배회사기준)	1,261	1,512	2,033	2,006	2,253	

수익성/건전성/적정성		(단위: %)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F	
ROE	6.4	7.4	9.7	9.5	9.9	
수정 ROE	6.5	7.6	9.9	9.1	9.6	
ROA	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	
수정 ROA	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	
NIM(총자산이자수익률)	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	
CIR	71.5	65.9	59.2	55.8	53.4	
Leverage	15.1	15.4	15.5	15.5	14.7	
단순예대율	106.5	107.2	100.0	102.0	105.4	
요주의이하/총여신	1.7	1.4	1.3	1.3	1.3	
고정이하/총여신	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5	
대손충당금/요주의이하	18.0	36.4	36.7	41.7	40.1	
대손충당금/고정이하	30.9	61.8	92.7	105.5	101.3	
BIS Capital Ratio	15.3	15.4	15.4	15.4	16.3	
Tier 1 Capital Ratio	12.7	13.0	13.0	13.0	13.7	
Tier 2 Capital Ratio	2.6	2.4	2.4	2.4	2.5	
단순자기자본비율	6.6	6.5	6.4	6.5	6.8	

투자지표						
월 결산	2016	2017	2018	2019F	2020F	
Valuation						
PER	6.7	7.0	5.1	4.5	4.1	
수정 PER	6.8	7.0	5.2	4.9	4.3	
PBR	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	
수정 PBR	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	
배당수익률(보통주)	3.1	3.8	4.2	4.9	5.2	
배당수익률(우선주)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	

Per Share Data						
	2016	2017	2018	2019F	2020F	
EPS	1,890	2,263	3,035	3,165	3,531	
수정 EPS	1,873	2,246	3,020	2,949	3,313	
BPS	30,393	30,421	32,475	34,230	37,010	
수정 BPS	29,745	29,639	31,597	33,230	36,011	
DPS(보통주)	400	600	650	700	750	
DPS(우선주)	0	0	0	0	0	

주: 2018년까지는 우리은행, 이후에는 우리금융지주 기준, 자료: Company data, 유안타증권

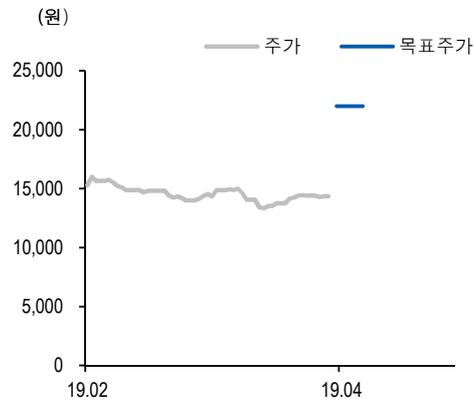
재무상태표		(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F	
자산총계	310,683	316,295	340,447	360,505	370,009	
운용자산	298,625	305,662	318,276	334,647	349,605	
현금과예금	22,433	15,803	22,893	23,998	24,157	
유가증권	40,791	38,336	42,994	45,019	46,679	
대출채권	235,401	251,523	252,390	265,630	278,769	
(대손충당금)	1,851	1,770	1,791	2,691	2,811	
비운용자산	12,058	10,633	24,236	25,858	20,404	
부채총계	290,137	295,731	318,494	337,223	344,836	
예수부채	221,020	234,695	252,389	260,506	264,571	
차입부채	42,428	42,654	44,977	47,578	50,053	
기타부채	26,688	18,381	27,828	29,139	30,213	
자본총계	20,546	20,565	21,953	23,282	25,173	
자본금	6,956	6,399	6,543	6,543	6,543	
자본잉여금	286	286	286	286	286	
기타자본	-1,641	-1,850	-1,642	-1,642	-1,642	
기타포괄손익누계액	173	-90	-516	-516	-516	
이익잉여금	14,612	15,620	16,725	18,402	20,293	
비지배주주지분	160	199	209	209	209	
수정자본총계	20,026	19,955	21,273	22,602	24,493	
부채와 자본총계	310,683	316,295	340,447	360,505	370,009	

성장률		(단위: %)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F	
총자산	6.4	1.8	7.6	5.9	2.6	
대출채권	4.4	6.8	0.3	5.2	4.9	
부채총계	6.5	1.9	7.7	5.9	2.3	
예수금	5.7	6.2	7.5	3.2	1.6	
영업수익	15.0	37.7	-37.5	-8.1	5.3	
순이자이익	5.4	4.0	8.2	8.6	7.7	
세전이익	7.0	25.5	43.9	5.9	11.5	
당기순이익	18.8	19.8	34.1	4.9	11.5	

원화대출금구성		(단위: %)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F	
원화대출금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
가계자금합계	47.4	48.0	48.5	48.5	48.2	
주택관련대출	37.4	37.5	37.8	37.8	37.8	
일반대출	10.0	10.4	10.7	10.7	10.7	
기업자금합계	52.6	52.0	51.5	51.5	51.8	
중소기업대출	32.7	34.4	34.8	34.8	35.0	
대기업 및 기타대출	19.9	17.6	16.7	16.7	16.8	

원화예수금구성		(단위: %)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F	
원화예수금	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
저비용조달	40.1	41.2	39.2	38.7	38.6	
요구불예금	40.1	41.2	39.2	38.7	38.6	
저비용 저축성예금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
저축성조달	51.3	48.8	50.6	50.7	50.7	
정기예금	47.8	45.2	47.5	47.7	47.7	
기타	3.5	3.6	3.0	3.0	3.0	
시장성조달	8.7	10.0	10.2	10.6	10.6	
정기예금	1.8	1.9	2.7	2.8	2.8	
기타	6.8	8.1	7.5	7.8	7.8	

우리금융지주 (316140) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-04-12	BUY	22,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	13.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-09

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박진형)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.