

2019. 4. 26



▲ 은행/지주

Analyst **은경완**

02. 6098-6653

kw.eun@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가 (12개월) **18,000 원**현재주가 (4.25) **14,000 원**상승여력 **28.6%**

KOSPI 2,190.50pt

시가총액 95,223억원

발행주식수 68,016만주

유동주식비율 81.68%

외국인비중 29.49%

52주 최고/최저가 16,000원/13,350원

평균거래대금 262.6억원

주요주주(%)

예금보험공사 18.32

국민연금 8.37

우리은행우리사주 6.39

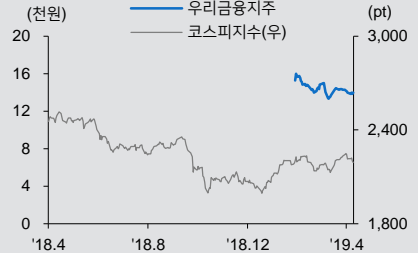
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 4.5 0.0 0.0

상대주가 2.3 0.0 0.0

주가그래프



우리금융지주 316140

1Q19 Review:
지주체제 완성의 마지막 숙제

- ✓ 투자 의견 Buy(신규), 적정주가 18,000원을 제시하며 커버리지 개시
- ✓ 1Q19P 순이익 5,686억원(-3.6% YoY, +338.2% QoQ)으로 컨센서스 5.6% 상회
- ✓ 1) NIM -1bp, 2) Loan growth +0.8%, 3) CCR 0.09%, 4) CIR 48.2%, 5) CET1 8.4%
- ✓ 지주사 출범 후 공격적인 M&A 행보 지속. 이제 남은 건 우리카드·증권 자회사 편입
- ✓ 오버행 부담 최소를 위해 호실적은 물론 적극적인 주주부양정책 시행도 기대 가능

1Q19 Earnings review

우리금융지주의 1분기 지배주주순이익은 5,686억원(-3.6% YoY, +338.2% QoQ)을 기록하며 당사 추정치와 컨센서스를 각각 13.2%, 5.6% 상회했다. 우량 중소기업 대출 중심의 자산 성장(+0.8% QoQ)과 NIM(그룹기준 -1bp, 은행기준 +1bp) 방어에 성공하며 순이자이익(+0.1% QoQ)은 개선 추세를 지속했다. 건전성(대손비용률 9bp) 역시 약 160억원의 일회성 환입을 제외하더라도 역대 최저 수준에서 관리되며 호실적을 견인했다. 지주회사 전환에 따른 주요 회계적 특징으로는 1) 신종자본 증권 이자 회계처리 변경으로 지배주주순이익 380억원 감소, 2) 지주사 설립과정에서 5개 자회사 이전 관련 손실 535억원 발생, 3) 표준법 적용에 따른 자본비용(1Q19P CET1 ratio 8.4%) 하락 등으로 요약된다.

지주체제 완성의 마지막 숙제

지주사 출범 후 공격적으로 소규모 M&A(동양·ABL 자산운용, 국제자산신탁 등)를 진행하며 빠르게 비은행 부문을 강화해 나가고 있다. 이제 남은 숙제는 손자회사로 보유중인 우리카드와 우리증금의 자회사 편입이다. 언론 보도에 따르면 하반기에 주식과 현금을 분할 지급하는 방안이 논의되고 있다. 우리금융지주 입장에선 주가가 상승할수록 오버행 부담이 줄어든다. 호실적은 하반기까지 지속될 가능성이 높아 보이며 적극적인 주주부양정책 시행 가능성도 열려있다는 판단이다.

투자 의견 Buy(신규), 적정주가 18,000원 제시하며 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 적정주가 18,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12개월 선행 ROE 9.5%에 14.3%의 자본비용을 적용해 산출했다. 과거 우리은행 보다 ROE가 높게 추정되는 이유는 약 3.2조원의 신종자본증권이 기존 지배주주자본에서 비지배자본으로 분류된 영향이다.

| (십억원) | 총영업이익 | 총전이익 | 영업이익 | 당기순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | ROE (%) | ROA (%) |
|-------|-------|-------|-------|-------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 2017 | 6,473 | 2,942 | 2,157 | 1,512 | 2,237 | 19.9 | 30,249 | 7.0 | 0.5 | 7.4 | 0.5 |
| 2018 | 6,711 | 3,087 | 2,759 | 2,033 | 3,008 | 34.5 | 32,290 | 5.2 | 0.5 | 9.7 | 0.6 |
| 2019E | 7,001 | 3,433 | 2,875 | 1,919 | 2,822 | -6.2 | 28,918 | 5.0 | 0.5 | 9.3 | 0.6 |
| 2020E | 7,272 | 3,626 | 2,993 | 2,005 | 2,948 | 4.5 | 31,121 | 4.7 | 0.4 | 9.8 | 0.6 |

표1 1Q19 Earnings Summary

| (십억원) | 1Q19P | 1Q18 | (% YoY) | 4Q18 | (% QoQ) | 당사예상치 | (% diff) | 컨센서스 | (% diff) |
|---------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|----------|------|----------|
| 순이자이익 | 1,455 | 1,367 | 6.4 | 1,454 | 0.1 | | | | |
| 총영업이익 | 1,726 | 1,683 | 2.5 | 1,698 | 1.7 | | | | |
| 판관비 | 831 | 740 | 12.4 | 1,238 | -32.8 | | | | |
| 총전이익 | 895 | 944 | -5.2 | 460 | 94.5 | | | | |
| 총당금전입액 | 60 | 122 | -50.9 | 274 | -78.1 | | | | |
| 지배주주순이익 | 569 | 590 | -3.6 | 130 | 338.2 | 502 | 13.2 | 539 | 5.6 |

자료: 우리금융지주, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 1Q19 주요 일회성 요인 Summary

| (억원) | 금액 | 비고 |
|------------|-----|----------------------------------|
| 총당금 환입 | 160 | 대우조선해양 관련 |
| 영업외 손실 | 535 | 지주사 설립과정에서 5개 자회사 이전관련 회계상 손실 |
| 지배주주순이익 감소 | 380 | 신종자본증권(우리은행 발행) 관련 이자 비지배지분으로 분류 |

자료: 우리금융지주, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 우리금융지주 분기 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19P | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | FY18 | FY19E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 순이자이익 | 1,367 | 1,397 | 1,433 | 1,454 | 1,455 | 1,483 | 1,512 | 1,523 | 5,651 | 5,972 |
| 이자수익 | 2,275 | 2,369 | 2,477 | 2,564 | 2,603 | 2,664 | 2,718 | 2,735 | 9,684 | 10,720 |
| 이자비용 | 908 | 971 | 1,044 | 1,111 | 1,149 | 1,180 | 1,206 | 1,212 | 4,034 | 4,748 |
| 순수수료이익 | 305 | 297 | 266 | 202 | 275 | 280 | 278 | 271 | 1,070 | 1,104 |
| 수수료수익 | 558 | 555 | 545 | 23 | 406 | 414 | 409 | 400 | 1,681 | 1,629 |
| 수수료비용 | 252 | 258 | 279 | -179 | 130 | 133 | 132 | 129 | 611 | 524 |
| 기타비이자이익 | 11 | -31 | -32 | 42 | -4 | -18 | -18 | -36 | -10 | -75 |
| 총영업이익 | 1,683 | 1,663 | 1,667 | 1,698 | 1,726 | 1,746 | 1,771 | 1,758 | 6,711 | 7,001 |
| 판관비 | 740 | 828 | 819 | 1,238 | 831 | 847 | 841 | 1,049 | 3,624 | 3,568 |
| 총전영업이익 | 944 | 836 | 848 | 460 | 895 | 900 | 930 | 709 | 3,087 | 3,433 |
| 총당금전입액 | 122 | -151 | 82 | 274 | 60 | 116 | 124 | 257 | 328 | 557 |
| 영업이익 | 821 | 986 | 766 | 186 | 834 | 784 | 806 | 451 | 2,759 | 2,875 |
| 영업외손익 | -15 | 9 | 60 | -8 | -8 | -4 | -9 | -11 | 46 | -31 |
| 세전이익 | 806 | 995 | 826 | 178 | 826 | 780 | 797 | 441 | 2,805 | 2,844 |
| 법인세비용 | 212 | 274 | 221 | 47 | 211 | 207 | 211 | 117 | 753 | 746 |
| 당기순이익 | 595 | 722 | 605 | 131 | 614 | 573 | 586 | 324 | 2,052 | 2,098 |
| 지배주주 | 590 | 716 | 598 | 130 | 569 | 527 | 539 | 284 | 2,033 | 1,919 |
| 비지배지분 | 5 | 6 | 7 | 1 | 46 | 46 | 47 | 40 | 18 | 178 |

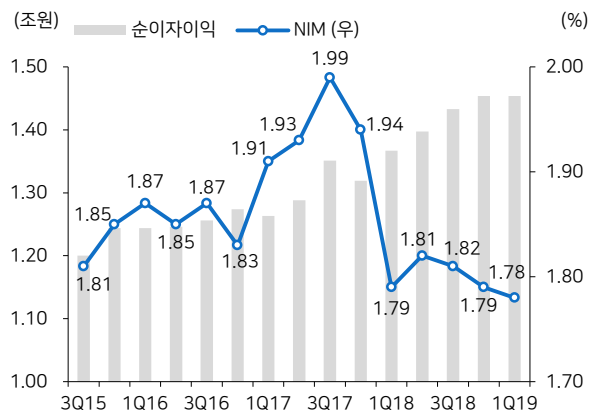
자료: 우리금융지주, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 우리금융지주 Valuation

| | 단위 | 비고 | 값 |
|---------------------|----|--------------------|--------|
| 12M Fwd ROE | % | A | 9.5 |
| Cost of Equity | % | $B=C+(D \times E)$ | 6.8 |
| Risk Free Rate | % | C | 1.7 |
| Risk Premium | % | D | 6.0 |
| Beta | 배 | E | 0.9 |
| COE 조정계수 | % | F | 7.5 |
| Adj. Cost of Equity | % | $G=B+F$ | 14.3 |
| Eternal Growth | % | H | 0.0 |
| Adj. Fair PBR | 배 | $I=(A-H)/(G-H)$ | 0.67 |
| Premium/Discount | % | J | -10.0 |
| Target PBR | 배 | $K=I \times (1+J)$ | 0.60 |
| 12M Fwd BPS | 원 | L | 29,652 |
| 적정주가 | 원 | $M=K \times L$ | 18,000 |
| 현재가(4/25) | 원 | N | 14,000 |
| Upside Potential | % | $O=(M-N)/N$ | 28.6 |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

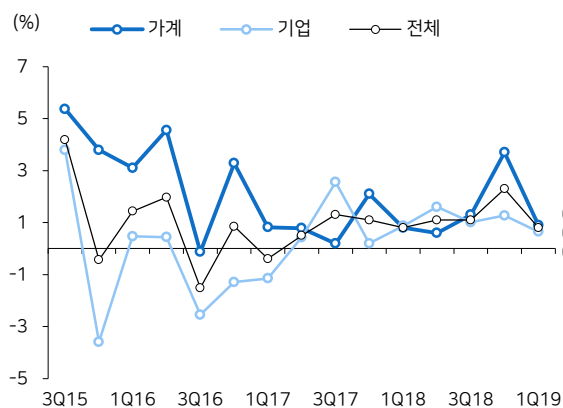
그림1 NIM 1.78%



주: 은행, 카드 합산 분기 기준

자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

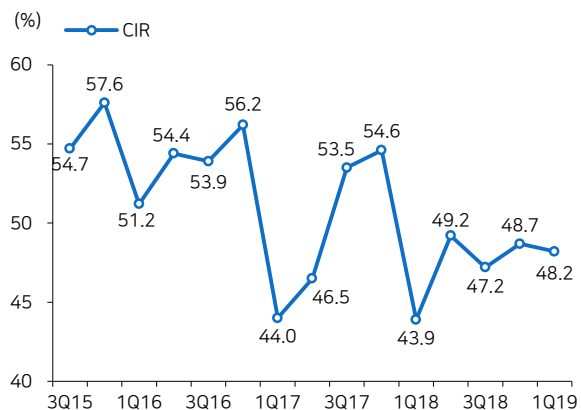
그림2 Loan Growth +0.8%



주: 무수익여신 산정 기준(은행, 신탁, 매입외환, 지급보증 등 포함)

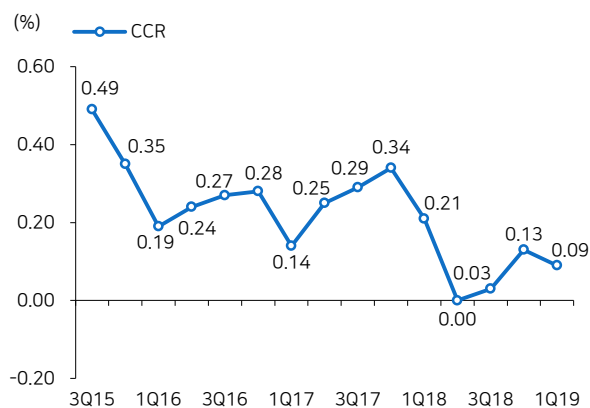
자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Cost Income Ratio 48.2%



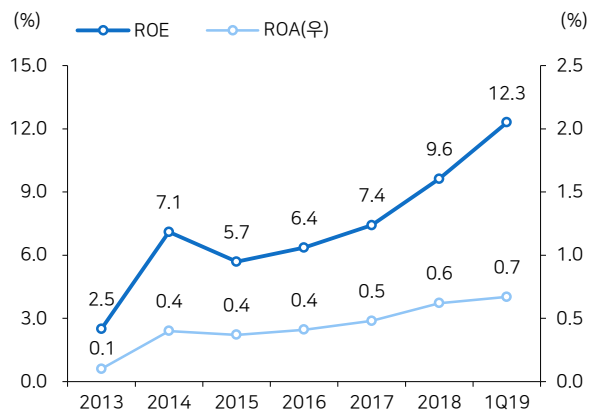
자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Credit Cost Ratio 0.09%



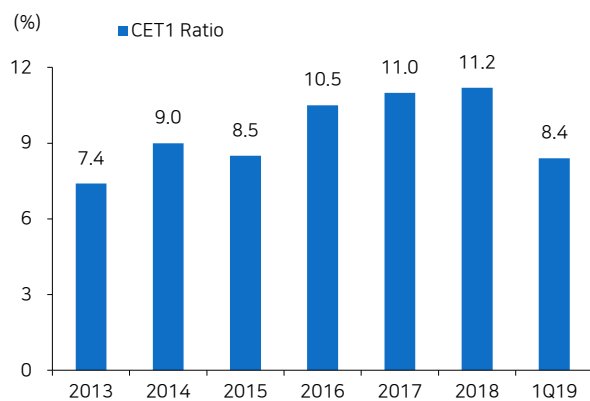
자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림5 ROA 0.7%, ROE 12.3%



자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림6 CET1 Ratio 8.4%



자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

우리금융지주(316140)

Balance Sheet

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 현금 및 예치금 | 6,908 | 6,713 | 5,134 | 5,348 |
| 대출채권 | 267,106 | 282,448 | 293,807 | 303,916 |
| 금융자산 | 38,422 | 47,519 | 49,045 | 50,732 |
| 유형자산 | 2,478 | 2,441 | 2,922 | 3,023 |
| 기타자산 | 1,382 | 1,326 | 1,585 | 1,640 |
| 자산총계 | 316,295 | 340,447 | 352,493 | 364,659 |
| 예수부채 | 234,695 | 248,691 | 257,019 | 267,728 |
| 차입부채 | 14,785 | 16,203 | 15,872 | 15,420 |
| 사채 | 27,870 | 28,726 | 27,808 | 27,016 |
| 기타부채 | 18,381 | 24,874 | 28,731 | 29,928 |
| 부채총계 | 295,731 | 318,494 | 329,429 | 340,092 |
| 자본금 | 3,381 | 3,381 | 3,401 | 3,401 |
| 신종자본증권 | 3,018 | 3,162 | 0 | 0 |
| 자본잉여금 | 286 | 286 | 312 | 312 |
| 자본조정 | -1,939 | -2,214 | -2,147 | -2,143 |
| 기타포괄손익누계액 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 15,620 | 17,125 | 18,103 | 19,598 |
| 비지배지분 | 199 | 213 | 3,395 | 3,399 |
| 자본총계 | 20,565 | 21,953 | 23,063 | 24,566 |

Key Financial Data I

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표 (원) | | | | |
| EPS | 2,237 | 3,008 | 2,822 | 2,948 |
| BPS | 30,249 | 32,290 | 28,918 | 31,121 |
| DPS | 600 | 650 | 700 | 750 |
| Valuation (%) | | | | |
| PER (배) | 7.0 | 5.2 | 5.0 | 4.7 |
| PBR (배) | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| 배당수익률 | 3.8 | 4.2 | 5.0 | 5.4 |
| 배당성장 | 26.7 | 21.5 | 24.7 | 25.5 |
| 수익성 (%) | | | | |
| NIM | 1.9 | 2.0 | 1.8 | 1.8 |
| ROE | 7.4 | 9.7 | 9.3 | 9.8 |
| ROA | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| Credit cost | 0.3 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| 효율성 (%) | | | | |
| 예대율 | 113.8 | 113.6 | 114.3 | 113.5 |
| C/I Ratio | 54.5 | 54.0 | 51.0 | 50.1 |

Income Statement

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|---------|-------|-------|--------|--------|
| 순이자이익 | 5,221 | 5,651 | 5,972 | 6,204 |
| 이자수익 | 8,551 | 9,684 | 10,720 | 11,152 |
| 이자비용 | 3,330 | 4,034 | 4,748 | 4,948 |
| 순수수료이익 | 1,070 | 1,070 | 1,104 | 1,105 |
| 수수료수익 | 2,069 | 1,681 | 1,629 | 1,630 |
| 수수료비용 | 999 | 611 | 524 | 525 |
| 기타비이자이익 | 182 | -10 | -75 | -37 |
| 총영업이익 | 6,473 | 6,711 | 7,001 | 7,272 |
| 판관비 | 3,531 | 3,624 | 3,568 | 3,646 |
| 총전영업이익 | 2,942 | 3,087 | 3,433 | 3,626 |
| 총당금전입액 | 785 | 328 | 557 | 634 |
| 영업이익 | 2,157 | 2,759 | 2,875 | 2,993 |
| 영업외손익 | -207 | 46 | -31 | -27 |
| 세전이익 | 1,950 | 2,805 | 2,844 | 2,965 |
| 법인세비용 | 419 | 753 | 746 | 786 |
| 당기순이익 | 1,530 | 2,052 | 2,098 | 2,180 |
| 지배주주 | 1,512 | 2,033 | 1,919 | 2,005 |
| 비지배지분 | 18 | 18 | 178 | 175 |

Key Financial Data II

| (%) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|------------------------|------|-------|-------|-------|
| 자본적정성 | | | | |
| BIS Ratio | 15.4 | 15.9 | 11.6 | 15.6 |
| Tier 1 Ratio | 13.0 | 13.5 | 9.9 | 13.4 |
| CET 1 Ratio | 11.0 | 11.4 | 9.0 | 12.3 |
| 자산건전성 | | | | |
| NPL Ratio | 0.8 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| Precautionary Ratio | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.4 |
| NPL Coverage | 92.9 | 129.9 | 118.6 | 117.9 |
| 성장성 | | | | |
| 자산증가율 | 1.8 | 7.6 | 3.5 | 3.5 |
| 대출증가율 | 3.4 | 5.7 | 4.0 | 3.4 |
| 순이익증가율 | 19.9 | 34.5 | -5.6 | 4.5 |
| Dupont Analysis | | | | |
| 순이자이익 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| 비이자이익 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 판관비 | -1.1 | -1.1 | -1.0 | -1.0 |
| 대손상각비 | -0.2 | -0.1 | -0.2 | -0.2 |

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 4월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 4월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 4월 26일 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 | |
|------------------------------|--|---------------------------------------|
| 추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급 | Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상 |
| | Trading Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 |
| | Hold | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 |
| | Sell | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만 |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 | |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급 | Overweight (비중확대) | |
| | Neutral (중립) | |
| | Underweight (비중축소) | |

투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|------|-------|
| 매수 | 97.7% |
| 중립 | 2.3% |
| 매도 | 0.0% |

2019년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

우리금융지주 (316140) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

