



하나금융그룹

2019년 6월 24일 | Equity Research

우리금융 (316140)

신주 발행에 따른 dilution과 ROE 하락 불가피

Dilution과 ROE 하락을 반영해 목표주가 7.3% 하향

우리금융에 대한 투자의견 매수를 유지하지만 목표주가는 20,500원에서 19,000원으로 7.3% 하향. 목표가 하향 배경은 카드사 지주사 편입을 결의하면서 주식교환 및 신주 발행에 따른 dilution(BPS 하락) 및 ROE 하락을 반영했기 때문

중금과 카드 지주 자회사 편입 결정. 소규모주식교환으로 진행

전일 우리금융 이사회는 우리은행 자회사인 카드와 종금을 지주 자회사로 편입하기로 결의. 우리중금은 우리은행 지분 59.8%를 현금매수(매입가는 주당 973.7원으로 총 3,928억원). 우리카드는 현금매수와 주식교환을 5:5로 병행. 우리카드 교환가액은 주당 6,676원으로 총 5,984억원의 교부금(현금) 지급과 42,103,377주의 우리금융 신주로 교환(우리금융 교환가액은 주당 14,212원으로 주식교환비율은 1:0.4697). 발행신주가 총 발행주식수의 5.83%에 불과해 소규모주식교환 방식으로 진행. 따라서 주주총회 없이 이사회 승인만으로 진행되고, 주식매수청구권도 부여되지 않음. 다만 20% 이상의 주주가 본건 주식교환에 반대하는 경우 주주총회 개최하고 주식매수청구권도 부활. 그러나 이러한 경우가 발생할 가능성은 매우 낮다고 판단

자본비율 개선 긍정적이지만 BPS 감소와 ROE 하락 불가피

신주 발행에 따른 자본 확충으로 이중레버리지비율 및 자본비율이 개선되면서 M&A 여력이 확대되는 점은 긍정적이지만(자사주 처분 가정시) 현 장부가의 약 0.5배의 가격으로 보통주를 발행하면서 BPS dilution이 약 3.0~3.5% 내외 발생하는데다 자본 증가로 ROE는 약 0.2~0.3%p 내외 하락할 전망. 우리은행이 보유하게 되는 발행신주 5.83%는 자사주가 되므로 6개월 이내에 처분해야 함. 따라서 오버행 우려 발생도 불가피할 듯

단기 주가 흐름은 물량 부담 해소와 할인율 여부에 좌우될 듯

6월 17일자 preview 보고서 자료에서도 언급했듯이 2분기 순익은 6,000억원을 상회해 매우 양호할 전망. 결국 단기 주가 흐름은 자사주 관련 오버행 우려를 어떻게 해소하느냐에 따라 좌우될 듯. 자사주 처분시 할인율이 어느 정도일 것인지도 중요. 회사측은 기존 과점주주들을 포함해 장기투자자들에게 이를 차별화 계획인데 할인율 폭을 최소화할 다양한 방법 모색 중

Update

BUY

| TP(12M): 19,000원 | CP(6월 21일): 14,000원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,125.62		
52주 최고/최저(원)	16,000/13,350	매출액(십억원)	N/A
시가총액(십억원)	9,522.3	영업이익(십억원)	2,828.6
시가총액비중(%)	0.79	순이익(십억원)	2,095.6
발행주식수(천주)	680,164.3	EPS(원)	2,963
60일 평균 거래량(천주)	1,158.1	BPS(원)	31,578
60일 평균 거래대금(십억원)	16.2		34,005
19년 배당금(예상,원)	680		
19년 배당수익률(예상,%)	4.86		
외국인지분율(%)	30.36		
주요주주 지분율(%)			
예금보험공사	18.32		
국민연금	8.37		
주가상승률	1M	6M	12M
주가상승률	1.1	0.0	0.0
주가상승률	(2.0)	0.0	0.0

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
총영업이익	십억원	6,473	6,697	7,118	7,532	7,906
세전이익	십억원	1,948	2,790	3,030	3,132	3,307
지배순이익	십억원	1,512	2,019	2,049	2,123	2,251
EPS	원	2,237	2,987	2,838	2,941	3,118
(증감률)	%	19.9	33.5	-5.0	3.6	6.0
수정BPS	원	30,210	32,139	28,932	31,873	34,991
DPS	원	600	650	680	750	820
PER	배	7.0	5.2	4.9	4.8	4.5
PBR	배	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE	%	7.4	9.6	9.6	9.7	9.3
ROA	%	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
배당수익률	%	3.8	4.2	4.9	5.4	5.9



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

RA 강승원
02-3771-3454
seungwonkang@hanafn.com

표 1. 종금·카드 지주 자회사 편입 내용 정리

(단위: 원, 주)

	우리카드 자회사 편입		우리종금 자회사 편입
	우리금융	우리카드	
교환·이전방식	현금매수 및 소규모주식교환 (5:5)		이전방식
주식교환비율	1	0.4697442	매입지분
신주배정비율	1	0.2348465	지급교부금
발행신주수		42,103,377	매매계약 체결일 이전 2개월간 최종 시세가액
지급교부금		598,390,575,600	평균액의 130%

자료: 하나금융투자

표 2. 주식교환 신주발행에 따른 주당순자산가치(BPS) 영향

(단위: 십억원, %)

	2020F		증감액 or 증감률
	기존	신주발행후	
총자산	375,475	376,073	598
무형자산	647	647	
총부채	349,670	349,670	
총자본	25,805	26,404	598
보통주자본금	3,401	3,611	211
자본잉여금	312	700	388
외부주주지분	3,392	3,392	
주식수 (천주)	680,164	722,268	6.2
BPS (원)	32,002	30,965	-3.2
PBR (배)	0.44	0.45	3.3

자료: 하나금융투자

표 3. 주식교환 신주발행에 따른 ROA, ROE 영향

(단위: 십억원, %p)

	2020F		차이
	기존	신주발행후	
총자산(평잔)	363,565	364,163	598
총자본(평잔)	21,352	21,951	598
순이익	2,123	2,123	
ROA (%)	0.58	0.58	
ROE (%)	9.94	9.67	-0.27

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

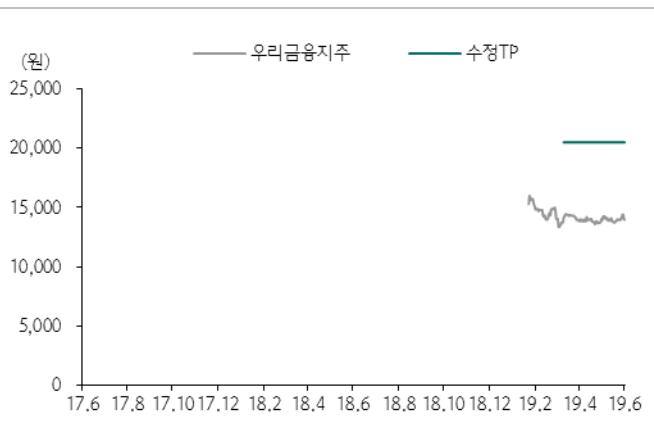
포괄손익계산서					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
순이자이익	5,221	5,651	5,958	6,230	6,514
순수수료이익	1,070	1,121	1,073	1,127	1,183
당기순이익(상당수익)	0	0	0	0	0
비이자이익	182	-74	87	176	209
총영업이익	6,473	6,697	7,118	7,532	7,906
일반판권비	3,531	3,624	3,367	3,418	3,554
순영업이익	2,942	3,074	3,751	4,114	4,351
영업외손익	-208	46	-57	-55	-53
총당금적립전이익	2,734	3,119	3,694	4,059	4,298
제3당금전입액	785	329	664	928	991
경상이익	1,948	2,790	3,030	3,132	3,307
법인세전순이익	1,948	2,790	3,030	3,132	3,307
법인세	419	749	802	828	874
총당기순이익	1,529	2,040	2,228	2,304	2,432
외부주주지분	17	21	179	180	181
연결당기순이익	1,512	2,019	2,049	2,123	2,251
Dupont Analysis					
	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
당기순이익(상당수익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비이자이익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
총영업이익	2.1	2.0	2.0	2.0	2.1
판권비	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
총전영업이익	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	0.3	0.3
세전이익	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9
법인세비용	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
비자비자분이익	0.0	0.0	0.1	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	2,838	2,941	3,118
BPS(원)	30,210	32,139	28,932	31,873	34,991
실질BPS(원)	30,210	32,139	28,932	31,873	34,991
PER(×)	7.0	5.2	4.9	4.8	4.5
PBR(×)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
수장PBR(×)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
비당률(%)	12.0	13.0	13.6	15.0	16.4
비당수익률(%)	3.8	4.2	4.9	5.4	5.9

자료: 하나금융투자

재무상태표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
현금 및 예치금	6,908	6,713	9,464	10,206	11,289
유가증권	38,362	47,492	43,610	45,975	48,458
대출자본	267,106	282,424	292,960	305,243	318,079
고정자산	2,478	2,441	3,495	3,523	3,552
기타자산	1,497	1,366	10,803	11,127	11,460
자산총계	316,351	340,435	360,330	376,073	392,888
예수금	234,695	248,691	263,780	274,674	286,059
책임준비금	0	0	0	0	0
차입금	14,785	16,203	16,828	17,536	18,277
사채	27,870	28,726	29,919	31,178	32,494
기타부채	18,381	24,873	25,523	26,282	27,353
부채총계	295,731	318,493	336,050	349,670	364,183
자본금	3,381	3,381	3,611	3,611	3,611
보통주자본금	3,381	3,381	3,611	3,611	3,611
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	286	286	700	700	700
이익잉여금	15,620	17,111	18,709	20,832	23,083
자본조정	1,134	948	-2,131	-2,131	-2,131
(자기주식)	0	0	0	0	0
외부주주지분	199	216	3,392	3,392	3,392
자본총계	20,621	21,942	24,280	26,404	28,655
자본총계(외부주주지분제외)	20,422	21,726	20,889	23,012	25,263
성장성					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
총자산증가율	1.8	7.6	58	4.4	4.5
총대출증가율	3.4	5.7	3.7	4.2	4.2
총수신증가율	6.2	6.0	6.1	4.1	4.1
당기순이익증가율	19.9	33.5	1.5	3.6	6.0
효율성/생산성					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
대출금/예수금	113.8	113.6	111.1	111.1	111.2
판권비/총영업이익	54.5	54.1	47.3	45.4	45.0
판권비/수익성자산	1.3	1.3	1.1	1.1	1.1
수익성					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
ROE	7.4	9.6	9.6	9.7	9.3
ROA	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
ROA(총당금)	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

우리금융



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.6.24	BUY	19,000		
19.4.2	BUY	20,500		
19.4.2	당당지변경			

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(마도)_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	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 6월 21일

Compliance Notice

- 당사는 하나금융지주의 계열사입니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 6월 24일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2019년 6월 24일 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.