

2019. 10. 30



## ▲ 은행/지주

Analyst 은경완

02. 6454-4870

kw.eun@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 15,500 원

현재주가 (10.29) 12,100 원

상승여력 28.1%

KOSPI 2,092.69pt

시가총액 87,394억원

발행주식수 72,227만주

유동주식비율 75.71%

외국인비중 31.14%

52주 최고/최저가 16,000원/11,200원

평균거래대금 214.0억원

## 주요주주(%)

예금보험공사 17.25

국민연금공단 7.89

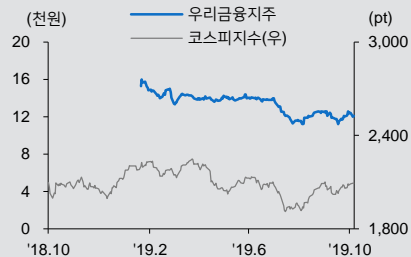
우리은행우리사주 6.02

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 0.0 -13.6 0.0

상대주가 -2.0 -8.5 0.0

## 주가그래프



## 우리금융지주 316140

3Q19 Review:  
핵심이익에 대한 우려 해소 필요

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 15,500원 유지
- ✓ 3Q19P 순이익 4,860억원(-18.7% YoY, -20.5% QoQ)으로 컨센서스 7.6% 하회
- ✓ 1) NIM -9bp, 2) Loan growth +3.0%, 3) CCR 0.16%, 4) CIR 48.9%, 5) CET1 8.5%
- ✓ 높은 자산 성장과 건전성 관리 능력은 인상적이나 반대급부로 마진은 급락
- ✓ 순이자이익 감익 가능성에 대한 우려가 높아진 만큼 Top line 방어 노력 절실

## 3Q19 Earnings review

우리금융지주의 3분기 지배주주순이익은 4,860억원(-18.7% YoY, -20.5% QoQ)을 기록하며 당사 추정치와 컨센서스를 각각 9.5%, 7.6% 하회했다. 가계(+3.0% QoQ)와 기업(+3.0% QoQ) 모두 고르게 성장하며 높은 자산 성장세(+6.1% YTD)는 지속했으나 반대급부로 NIM은 전분기 대비 9bp 급락했다. 여기에 신 예대율(3Q19 기준 95.0%) 적용에 대비한 선제적 조달(+1.8% QoQ) 확대도 마진에 부정적으로 작용했다. 반면 일회성 총당금 전입 요인 245억원 발생에도 건전성(FY19 누적 Credit cost 0.16%)은 안정된 수준에서 관리되며 이익안정성을 높였다. 약 5천억원 내외의 경상이익 체력을 보여준 무난한 실적으로 평가하나 가파르게 하락한 NIM은 아쉬웠다. 다만 타행대비 향후 성장에 대한 압박이 크지 않고 조달 부담도 완화된 점을 감안하면 추가 마진 급락 가능성은 크지 않다.

## 핵심이익에 대한 우려 해소 필요

우리금융지주를 끝으로 시중은행의 3분기 실적 발표가 마무리됐다. 건조한 표면 이익 발표에도 예상을 뛰어넘는 마진 하락을 불편해하는 시장 반응이다. 특히 1) 국내 경제 성장을 둔화, 2) 10월 추가 기준금리 인하 및 서민형 안심전환대출 취급 등의 영향으로 내년 은행권 순이자이익의 역성장을 예상하는 투자자들이 늘어났다.

같은 이유로 시장의 관심도 상대적으로 1) 비은행 부문 이익 기여도가 높고, 2) 주주환원(배당 확대) 여력이 큰 기업으로 쏠리고 있다. 반면 우리금융은 성공적인 지주사 전환과 적극적인 비은행 확대 노력에도 여전히 은행 이익이 압도적이다. 최근 문제가 된 DLS/DLF 관련 이슈도 중장기적인 영업력 위축, 비이자 부문 실적 둔화 가능성 등의 우려로 번지고 있다. 중장기적으로 비은행 부문 이익 성장에 따른 밸류에이션 제고 가능성은 열려 있으나, 당장은 내년 핵심이익 감익 여부에 대한 시장의 걱정을 덜어줄 필요가 있어 보인다.

(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	6,967	3,386	2,836	2,001	2,872	-4.5	28,725	4.2	0.4	9.4	0.6
2020E	7,055	3,401	2,770	1,841	2,549	-11.2	30,623	4.7	0.4	8.6	0.5

표1 3Q19 Earnings Summary

(십억원)	3Q19P	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	당사예상치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
순이자이익	1,486	1,433	3.7	1,476	0.6				
총영업이익	1,727	1,667	3.6	1,817	-5.0				
판관비	880	819	7.5	864	1.9				
총전이익	847	848	-0.2	953	-11.2				
총당금전입액	187	82	127.5	77	144.6				
지배주주순이익	486	598	-18.7	611	-20.5	537	-9.5	526	-7.6

주: 3Q18 실적은 우리은행 기준

자료: 우리금융지주, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 3Q19 주요 일회성 요인 Summary

(억원)	금액	비고
총당금 전입	245	현대상선 관련 125억원 + 대우조선해양 관련 120억원

자료: 우리금융지주, 메리츠증권증권 리서치센터

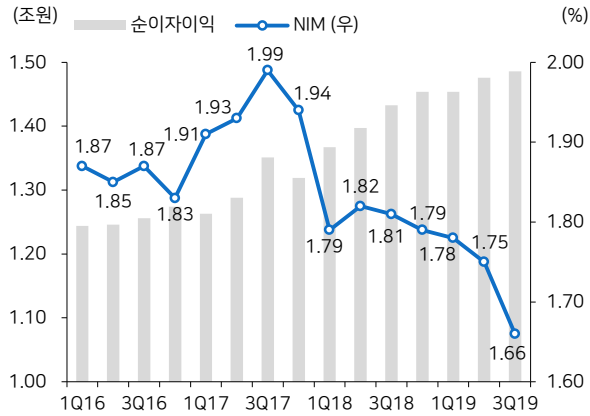
표3 우리금융지주 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	FY18	FY19E
순이자이익	1,367	1,397	1,433	1,454	1,455	1,476	1,486	1,462	5,651	5,879
이자수익	2,275	2,369	2,477	2,564	2,604	2,674	2,692	2,650	9,684	10,619
이자비용	908	971	1,044	1,111	1,149	1,197	1,206	1,187	4,034	4,740
순수수료이익	305	297	266	202	275	285	281	270	1,070	1,111
수수료수익	558	555	545	23	412	437	427	413	1,681	1,688
수수료비용	252	258	279	-179	137	152	146	143	611	578
기타비이자이익	11	-31	-32	42	-4	56	-39	-35	-10	-22
총영업이익	1,683	1,663	1,667	1,698	1,725	1,817	1,727	1,698	6,711	6,967
판관비	740	828	819	1,238	831	864	880	1,005	3,624	3,581
총전영업이익	944	836	848	460	894	953	847	693	3,087	3,386
총당금전입액	122	-151	82	274	60	77	187	226	328	550
영업이익	821	986	766	186	834	876	659	467	2,759	2,836
영업외손익	-15	9	60	-8	-8	26	11	50	46	78
세전이익	806	995	826	178	826	902	670	516	2,805	2,915
법인세비용	212	274	221	47	211	245	136	139	753	732
당기순이익	595	722	605	131	615	657	534	377	2,052	2,183
지배주주	590	716	598	130	569	611	486	335	2,033	2,001
비지배지분	5	6	7	1	46	46	48	41	18	182

주: FY18 실적은 우리은행 기준

자료: 우리금융지주, 메리츠증권증권 리서치센터

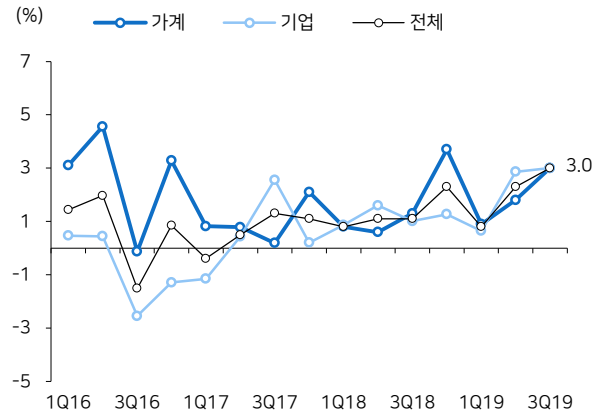
그림1 NIM 1.66%



주: 은행, 카드 합산 분기 기준

자료: 우리금융지주, 메리츠증권증권 리서치센터

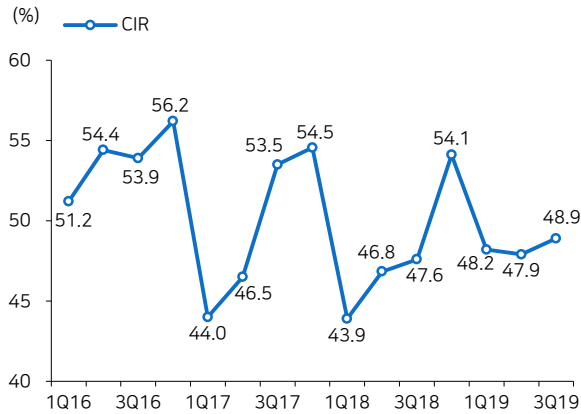
그림2 Loan Growth +3.0%



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

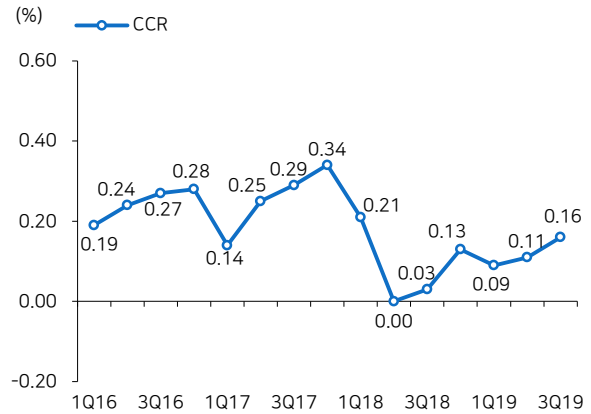
자료: 우리금융지주, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 Cost Income Ratio 48.9%



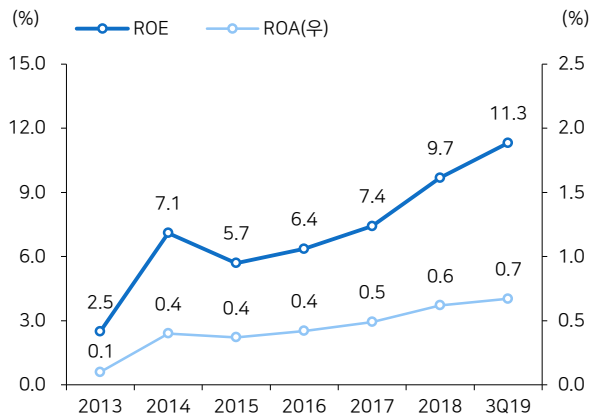
자료: 우리금융지주, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 Credit Cost Ratio 0.16%



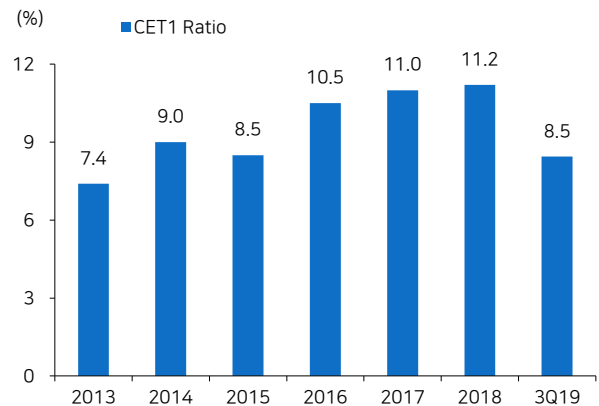
자료: 우리금융지주, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 ROA 0.7%, ROE 11.3%



자료: 우리금융지주, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 CET1 Ratio 8.5%



자료: 우리금융지주, 메리츠증권증권 리서치센터

## 우리금융지주(316140)

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
현금 및 예치금	6,908	6,713	8,431	8,831
대출채권	267,106	282,448	301,654	315,017
금융자산	38,422	47,519	57,531	60,079
유형자산	2,478	2,441	3,212	3,354
기타자산	1,382	1,326	1,792	1,872
<b>자산총계</b>	<b>316,295</b>	<b>340,447</b>	<b>372,620</b>	<b>389,152</b>
예수부채	234,695	248,691	263,291	275,780
차입부채	14,785	16,203	21,425	21,890
사채	27,870	28,726	31,834	32,525
기타부채	18,381	24,874	31,885	33,397
<b>부채총계</b>	<b>295,731</b>	<b>318,494</b>	<b>348,435</b>	<b>363,592</b>
자본금	3,381	3,381	3,611	3,611
신종자본증권	3,018	3,162	499	499
자본잉여금	286	286	619	619
자본조정	-1,939	-2,214	-2,152	-2,153
기타포괄손익누계액	0	0	0	0
이익잉여금	15,620	17,125	18,171	19,542
비지배지분	199	213	3,438	3,442
<b>자본총계</b>	<b>20,565</b>	<b>21,953</b>	<b>24,185</b>	<b>25,560</b>

## Key Financial Data I

	2017	2018	2019E	2020E
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	2,237	3,008	2,872	2,549
BPS	30,249	32,290	28,725	30,623
DPS	600	650	650	650
<b>Valuation (%)</b>				
PER (배)	7.0	5.2	4.2	4.7
PBR (배)	0.5	0.5	0.4	0.4
배당수익률	3.8	4.2	5.4	5.4
배당성장	26.7	21.5	23.3	25.5
<b>수익성 (%)</b>				
NIM	1.9	2.0	1.6	1.6
ROE	7.4	9.7	9.4	8.6
ROA	0.5	0.6	0.6	0.5
Credit cost	0.3	0.1	0.2	0.2
<b>효율성 (%)</b>				
예대율	113.8	113.6	114.6	114.2
C/I Ratio	54.5	54.0	51.4	51.8

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E
순이자이익	5,221	5,651	5,879	5,976
이자수익	8,551	9,684	10,619	10,873
이자비용	3,330	4,034	4,740	4,898
순수수료이익	1,070	1,070	1,111	1,097
수수료수익	2,069	1,681	1,688	1,681
수수료비용	999	611	578	583
기타비이자이익	182	-10	-22	-18
총영업이익	6,473	6,711	6,967	7,055
판관비	3,531	3,624	3,581	3,653
총전영업이익	2,942	3,087	3,386	3,401
총당금전입액	785	328	550	631
영업이익	2,157	2,759	2,836	2,770
영업외손익	-207	46	78	-6
세전이익	1,950	2,805	2,915	2,764
법인세비용	419	753	732	760
당기순이익	1,530	2,052	2,183	2,004
지배주주	1,512	2,033	2,001	1,841
비지배지분	18	18	182	163

## Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E
<b>자본적정성</b>				
BIS Ratio	15.4	15.9	11.3	14.5
Tier 1 Ratio	13.0	13.5	9.4	12.2
CET 1 Ratio	11.0	11.4	8.5	11.1
<b>자산건전성</b>				
NPL Ratio	0.8	0.5	0.5	0.5
Precautionary Ratio	1.6	1.5	1.4	1.3
NPL Coverage	92.9	129.9	125.0	117.6
<b>성장성</b>				
자산증가율	1.8	7.6	9.5	4.4
대출증가율	3.4	5.7	6.8	4.4
순이익증가율	19.9	34.5	-1.6	-8.0
<b>Dupont Analysis</b>				
순이자이익	1.7	1.7	1.6	1.5
비이자이익	0.4	0.3	0.3	0.3
판관비	-1.1	-1.1	-1.0	-0.9
대손상각비	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 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	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 우리금융지주 (316140) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.04.26	기업브리프	Buy	18,000	은경완	-25.6	-20.0	
2019.09.02	산업브리프	Buy	15,500	은경완	-	-	