

우리금융지주 (316140)

은행

은행업 최선호주 제시

정태준 CFA



02 3770 5585

taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	13,000원 (I)
현재주가 (1/8)	9,910원
상승여력	31%

시가총액	71,577억원
총발행주식수	722,267,683주
60일 평균 거래대금	210억원
60일 평균 거래량	2,172,351주
52주 고	10,900원
52주 저	6,560원
외인지분율	24.88%
주요주주	예금보험공사 17.25%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.4)	14.4	(6.9)
상대	(14.7)	(13.2)	(36.5)
절대(달러환산)	(0.8)	21.1	(0.0)

투자 의견 BUY, 목표주가 13,000원으로 커버리지 개시

우리금융지주에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 13,000원을 제시하며 은행업 최선호주로 커버리지를 개시한다. 동사를 최선호주로 제시하는 이유는 1) 단기적으로는 올해 이익 성장률이 가장 높을 전망이고 2) 장기적으로는 비용 효율화에 대한 적극적인 계획이 있으며 3) 작년 2분기 내부등급법 일부 승인과 3분기 바젤3 조기 도입으로 inorganic growth를 위한 기반이 마련되었기 때문이다. 목표주가는 잔존가치모형을 사용하여 산출하였다.

단기 투자포인트는 올해 이익성장률이 22.2%로 커버리지 합산(9.4%)을 크게 상회할 전망이다. 이는 1) 은행 NIM은 전년대비 2bps 상승하고 2) 원화대출금은 4.1% 증가하며 3) 비은행 이자이익은 아주캐피탈 인수 등에 힘입어 6.0% 성장할 전망이다. 경비율(53.8%)은 2020년 희망퇴직 규모 증가 영향과 적극적인 지점 수 축소로 전년대비 1.9%pt 하락할 것으로 예상하는 가운데 대손비용률은 코로나19 관련 총당금 적립 감소로 전년대비 9bps 하락한 18bps로 방어할 수 있을 전망이다.

장기 투자포인트는 비용 효율화에 대한 적극적인 계획이 있다는 점이다. 동사는 지난 11월 타사가 지금까지 제시하지 못했던 수준의 대규모 점포 수 감축 계획을 밝힌 바 있는데, 3Q20 기준 860개에 이르는 국내 은행 지점 수를 중장기적으로 117개까지 줄이겠다는 내용이다. 이는 코로나19로 빠르게 확산된 비대면 금융에 집중하겠다는 의미로, 지점 유지를 위해 지출하는 비용이 크게 감소할 수 있을 전망이다. 과거에도 지점 통폐합은 임차료와 기타 부대비용 절감으로 이어져 경비율 하락에 기여한 바 있다.

한편 동사의 약점이었던 낮은 비이자이익 비중은 비은행 자회사 인수를 통해 극복할 수 있을 전망이다. 2018년 지주 전환 이후 지연되었던 내부등급법이 작년 2분기에 일부 승인되었고 작년 3분기에는 바젤3도 조기 도입되면서 자본여력이 크게 상승했기 때문이다. 물론 이는 코로나19로 인해 늘어난 대출 수요와 자산건전성 우려에 대응하기 위한 조치였던 만큼 적극적인 활용에는 시간이 필요할 것으로 예상하지만 백신 보급으로 경기가 빠르게 회복된다면 비은행 자회사 인수에도 속도가 붙을 것으로 판단한다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
순영업이익	1,738	4.1	1.4	1,750	-0.6
총전영업이익	608	26.6	-25.3	655	-7.0
영업이익	425	-1.3	-37.1	468	-9.1
세전이익	505	55.5	-25.3	461	9.6
연결순이익	366	58.1	-29.8	402	-9.0
지배주주순이익	324	57.1	-32.4	324	0.1

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020E	2021E
순영업이익	6,713	6,940	6,861	7,176
영업이익	2,759	2,800	2,272	2,775
지배순이익	2,033	1,872	1,465	1,790
PER (배)	3.5	3.8	4.9	4.0
PBR (배)	0.33	0.28	0.27	0.25
ROE (%)	9.6	8.7	6.5	7.4
ROA (%)	0.62	0.53	0.39	0.45

자료: 유안타증권

투자의견 BUY, 목표주가 13,000원 제시

우리금융지주에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 13,000원을 제시하며 은행업 최선호주로 커버리지를 개시한다. 동사를 최선호주로 제시하는 이유는 1) 단기적으로는 올해 이익 성장률이 가장 높을 전망이고 2) 장기적으로는 비용 효율화에 대한 적극적인 계획이 있으며 3) 작년 2분기 내부등급법 일부 승인과 3분기 바젤3 조기 도입으로 inorganic growth를 위한 기반이 마련되었기 때문이다.

목표주가는 잔존가치모형을 사용하여 산출하였다. 2021년 ROE는 전년대비 0.9%pt 상승한 7.4%로 예상하는데, 이는 1) NIM 반등에 따른 은행 이자이익 회복과 2) 아주캐피탈 인수에 힘입은 비은행 이자이익 성장, 3) 코로나19 관련 충당금 적립 감소에 따른 대손비용 감소, 그리고 4) 적극적인 판관비 효율화에 따른 경비율 하락으로 가능할 전망이다. 적정 PBR 0.38배, 적정 PER 5.2배를 제시한다.

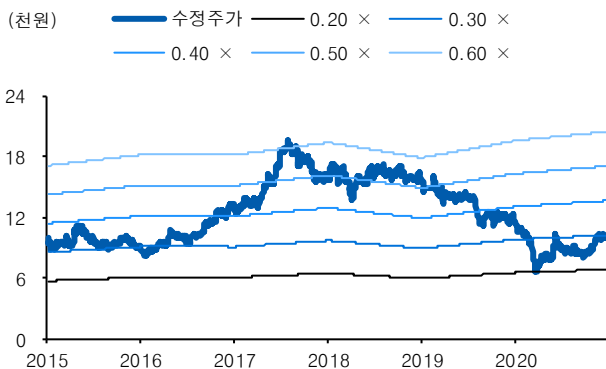
[표 1] 목표주가 산출

(단위: 원, %, 배)

2020E BPS	32,591
2021E ROE	7.4
COE	18.1
Risk-free rate	1.7
Risk premium	22.7
Beta	0.7
Growth rate	0.0
목표주가	13,000

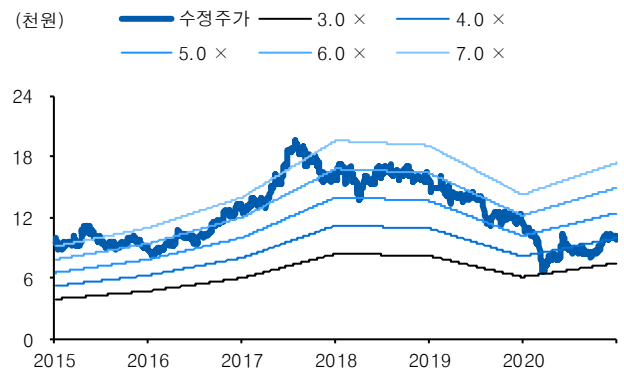
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] PER 밴드 차트



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

단기: 올해 이익 성장률이 가장 높다

단기 투자포인트는 올해 이익성장률이 22.2%로 커버리지 합산(9.4%)을 크게 상회할 전망이다. 이자이익은 전년대비 6.5% 증가할 것으로 예상하는데, 이는 1) 은행 NIM은 전년대비 2bps 상승하고 2) 원화대출금은 4.1% 증가하며 3) 비은행 이자이익은 아주캐피탈 인수 등에 힘입어 6.0% 성장할 전망이다. 경비율(53.8%)은 2020년 희망퇴직 규모 증가 영향과 적극적인 지점 수 축소로 전년대비 1.9%pt 하락할 것으로 예상하는 가운데 대손비용률은 코로나19 관련 충당금 적립 감소로 전년대비 9bps 하락한 18bps로 방어할 수 있을 전망이다. 이에 더불어 올해 4분기에 예상대로 기준금리 인상이 이루어진다면 2022년까지도 높은 증익 모멘텀이 이어질 것으로 예상된다.

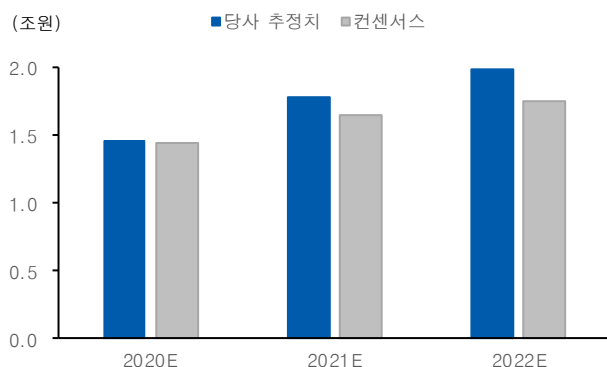
[표 2] 분기별 이익 전망 표

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
순영업수익	1,777	1,632	1,714	1,738	1,753	1,791	1,825	1,808
이자이익	1,463	1,478	1,487	1,507	1,549	1,570	1,606	1,593
은행 이자이익	1,024	1,039	1,018	1,015	1,054	1,080	1,123	1,110
비은행 이자이익	439	439	469	492	494	490	483	483
비이자이익	314	154	227	232	204	221	219	215
판매비와 관리비	893	897	899	1,130	929	949	967	1,012
총당금적립전 영업이익	884	735	815	608	824	842	858	795
총당금전입액	111	336	140	184	134	120	137	153
영업이익	773	399	675	425	690	721	721	643
세전이익	753	281	676	505	671	702	702	623
법인세비용	195	65	154	139	184	193	193	171
연결 당기순이익	558	216	521	366	486	509	509	452
지배주주순이익	518	142	480	324	445	467	467	410

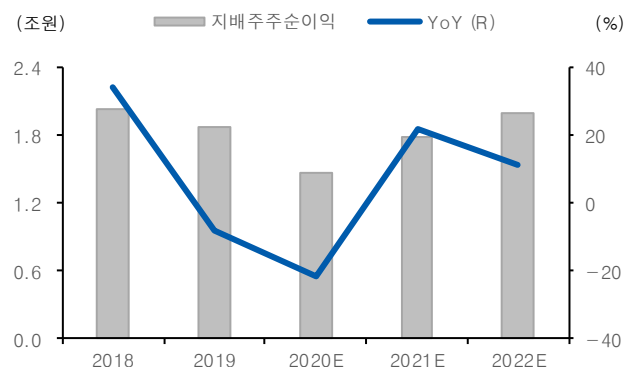
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 2020E~2022E 이익 당사 추정치 vs. 컨센서스 비교



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 연간 이익 추이

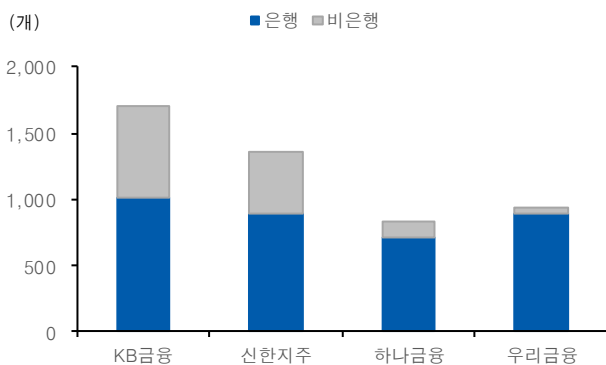


자료: 유안타증권 리서치센터

장기: 비용 효율화에 대한 적극적인 계획이 있다

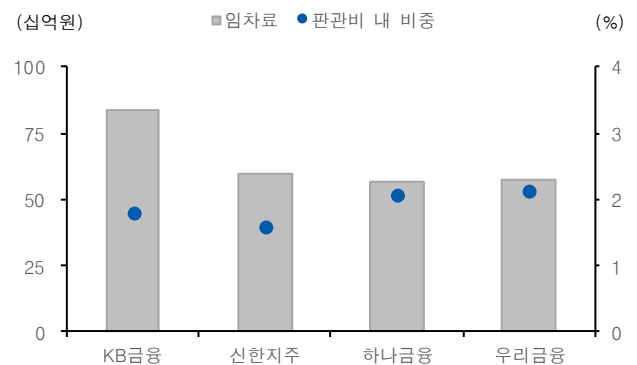
장기 투자포인트는 비용 효율화에 대한 적극적인 계획이 있다는 점이다. 동사는 지난 11월 타사가 지금까지 제시하지 못했던 수준의 대규모 점포 수 감축 계획을 밝힌 바 있는데, 3Q20 기준 860개에 이르는 국내 은행 지점 수를 중장기적으로 117개까지 줄이겠다는 내용이다. 이는 코로나19로 빠르게 확산된 비대면 금융에 집중하겠다는 의미로, 지점 유지를 위해 지출하는 비용이 크게 감소할 수 있을 전망이다. 과거에도 지점 통폐합은 임차료와 기타 부대비용 절감으로 이어져 경비율 하락에 기여한 바 있다.

[그림 5] 3Q20 기준 시중은행별 국내 지점 수 비교



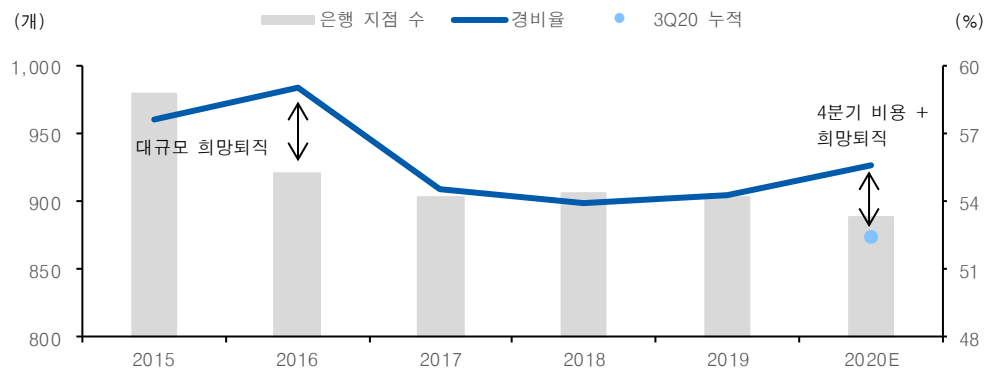
자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 3Q20 기준 시중은행별 판관비 내 임차료 비중 비교



자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 우리금융 은행 지점 수 vs. 경비율 추이



주: 2020E 은행 지점 수는 3Q20 기준, 자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

Catalyst: inorganic growth

한편 동사의 약점이었던 낮은 비이자이익 비중은 비은행 자회사 인수를 통해 극복할 수 있을 전망이다. 2018년 지주 전환 이후 지연되었던 내부등급법이 작년 2분기에 일부 승인되었고 작년 3분기에는 바젤3도 조기도입 되면서 자본여력이 크게 상승했기 때문이다. 물론 이는 코로나19로 인해 늘어난 대출 수요와 자산건전성 우려에 대응하기 위한 조치였던 만큼 적극적인 활용에는 시간이 필요할 것으로 예상하지만 백신 보급으로 경기가 빠르게 회복된다면 비은행 자회사 인수에도 속도가 붙을 것으로 판단한다.

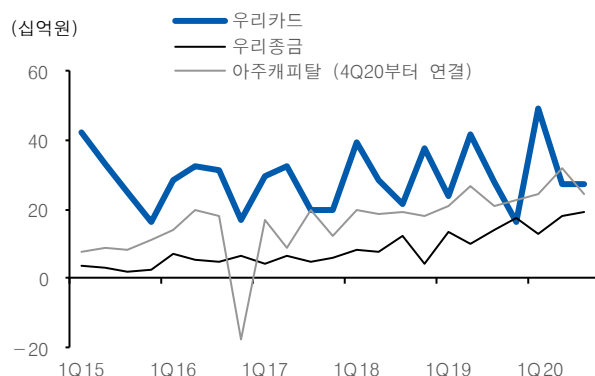
또한 작년 4분기부터 연결 자회사로 편입되는 아주캐피탈의 이익 기여를 기대할 수 있다는 점도 긍정적이다. 비이자이익보다는 비은행 이자이익에 기여하는 바가 더 클 전망이지만 그룹 NIM을 상승시켜줄 것으로 예상하기 때문이다.

[그림 8] 우리금융지주 시가총액 vs. CET1 비율 추이



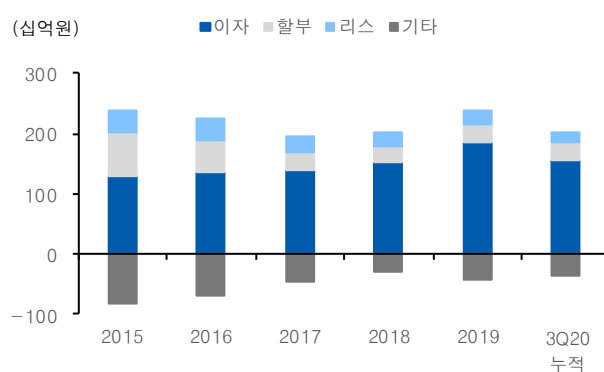
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 주요 비은행 자회사 이익 추이



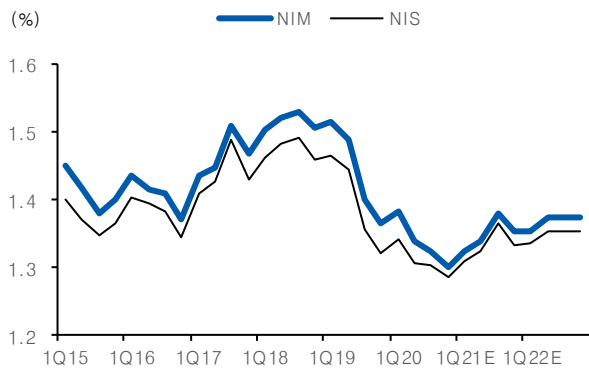
자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 아주캐피탈 순영업수익 구성 추이



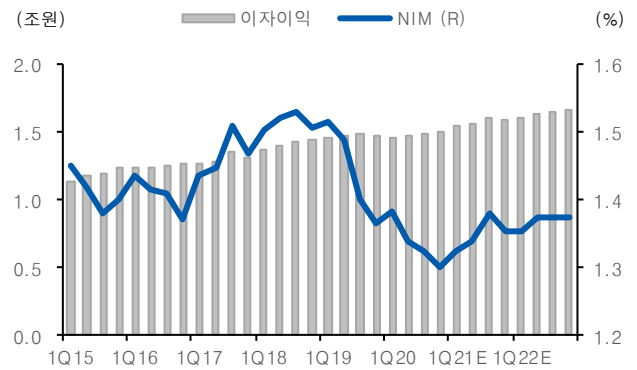
자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 은행 NIM vs. NIS 추이



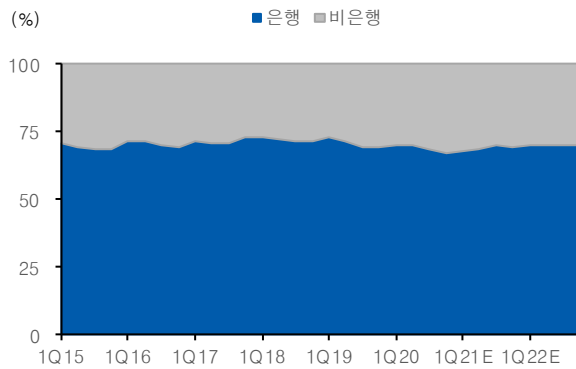
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 은행 NIM vs. 이자이익 추이



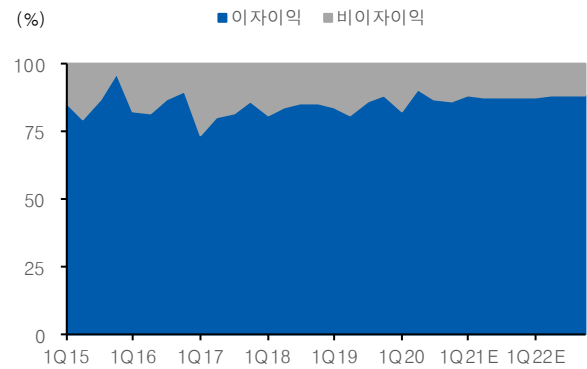
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 이자이익 구성 추이



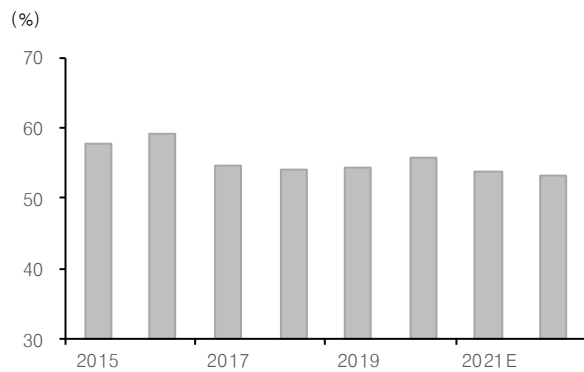
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 순영업수익 구성 추이



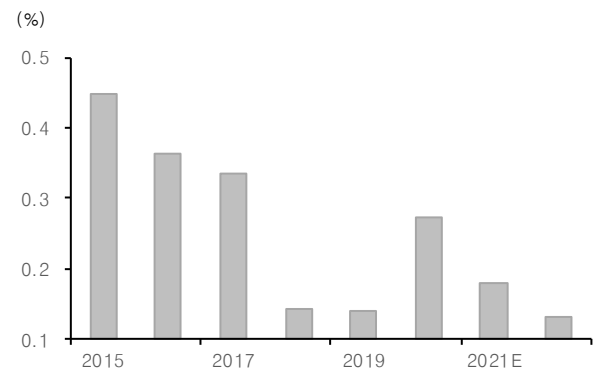
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 경비율 추이



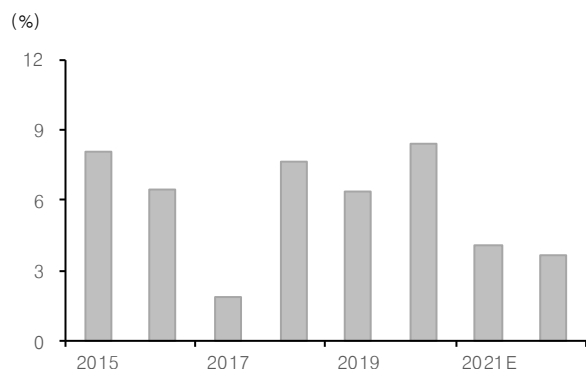
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 대손비용률 추이



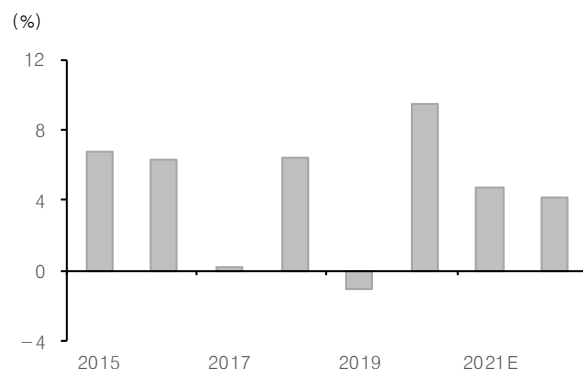
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 자산 QoQ 성장률 추이



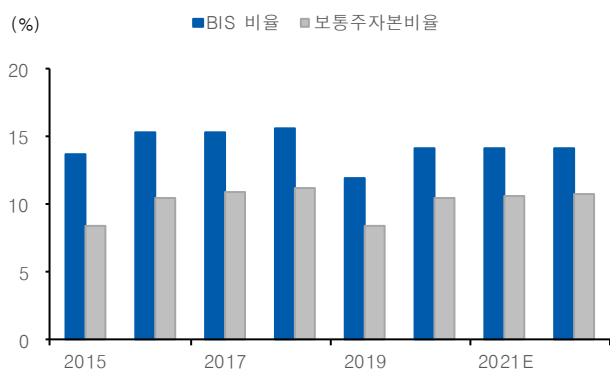
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 18] 지배주주지분 QoQ 성장률 추이



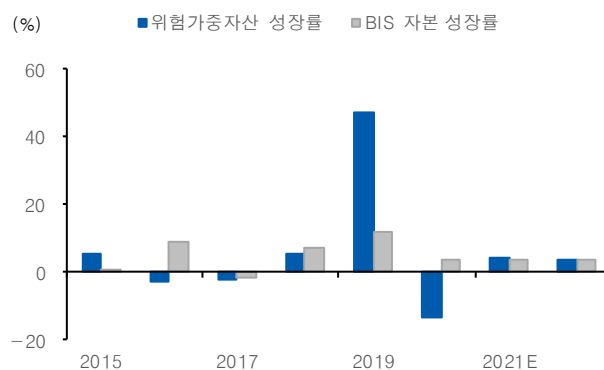
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 19] 자본비용 추이



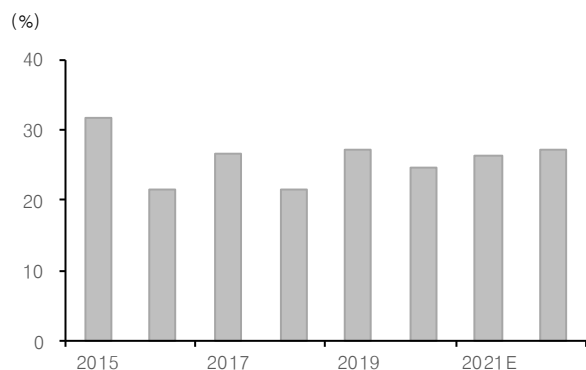
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 위험가중자산 vs. BIS 자본 QoQ 성장률 추이



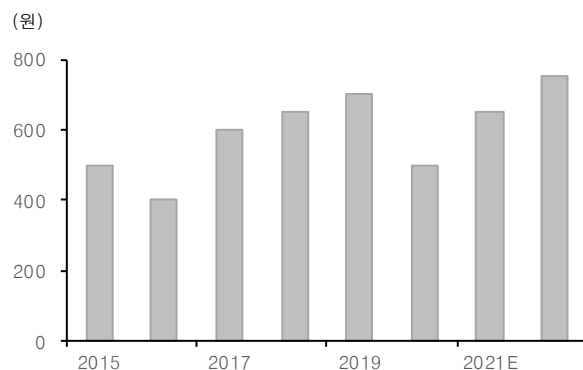
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 21] 보통주 현금 배당성향 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 22] 보통주 현금 DPS 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

우리금융지주 (316140) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

연결 포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	6,713	6,940	6,861	7,176	7,420
이자이익	5,651	5,894	5,935	6,318	6,551
은행 이자이익	4,074	4,173	4,096	4,368	4,602
비은행 이자이익	1,577	1,721	1,839	1,950	1,949
비이자이익	1,062	1,047	926	858	869
판매비와 관리비	3,624	3,766	3,819	3,858	3,952
총당금적립전 영업이익	3,089	3,174	3,043	3,319	3,468
총당금전입액	330	374	770	544	408
영업이익	2,759	2,800	2,272	2,775	3,061
영업외손익	46	-77	-58	-77	-77
세전이익	2,805	2,723	2,214	2,698	2,984
법인세비용	753	685	553	742	821
당기순이익	2,052	2,038	1,661	1,956	2,163
지배주주순이익	2,033	1,872	1,465	1,790	1,997
비지배주주순이익	18	165	196	166	166

연결 포괄손익계산서 항목별 성장률	(단위: %)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	3.7	3.4	-1.1	4.6	3.4
이자이익	8.2	4.3	0.7	6.5	3.7
은행 이자이익	8.8	2.4	-1.8	6.6	5.4
비은행 이자이익	6.8	9.1	6.9	6.0	-0.1
비이자이익	-15.2	-1.4	-11.5	-7.3	1.3
판매비와 관리비	2.6	3.9	1.4	1.0	2.4
총당금적립전 영업이익	5.0	2.8	-4.1	9.1	4.5
총당금전입액	-58.0	13.6	105.8	-29.4	-25.0
영업이익	27.9	1.5	-18.8	22.1	10.3
영업외손익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
세전이익	43.9	-2.9	-18.7	21.8	10.6
법인세비용	79.6	-9.0	-19.3	34.2	10.6
당기순이익	34.1	-0.7	-18.5	17.7	10.6
지배주주순이익	34.5	-7.9	-21.8	22.2	11.6
비지배주주순이익	1.0	795.6	18.8	-15.5	0.0

주요 경영지표	(단위: %)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
은행 NIM	1.51	1.45	1.33	1.35	1.37
은행 NIS	1.48	1.40	1.31	1.33	1.35
경비율	54.0	54.3	55.7	53.8	53.3
대손비용률	0.14	0.14	0.27	0.18	0.13
자산 성장률	7.6	6.3	8.4	4.1	3.6
지배주주자본 성장률	6.5	-1.1	9.4	4.7	4.2
BIS 자본	24,251	27,115	28,047	29,143	30,168
기본자본	20,423	22,475	24,129	25,225	26,250
보통주자본	17,276	19,135	20,847	21,943	22,968
보완자본	3,828	4,640	3,918	3,918	3,918
위험가중자산	154,971	228,046	197,761	205,789	213,296
BIS 비율	15.7	11.9	14.2	14.2	14.1
기본자본비율	13.2	9.9	12.2	12.3	12.3
보통주자본비율	11.2	8.4	10.5	10.7	10.8
보완자본비율	2.5	2.0	2.0	1.9	1.8

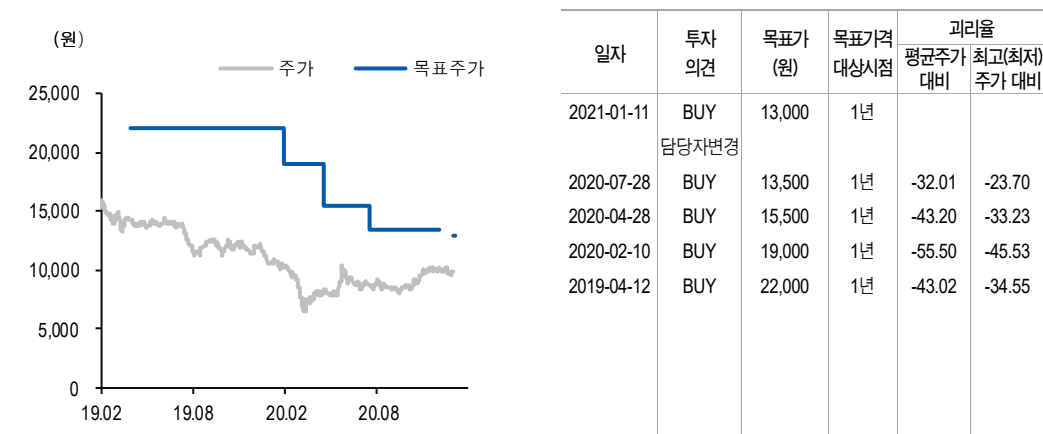
자료: Company data, 유안타증권

연결 재무제표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산	340,447	361,981	392,259	408,182	423,072
현금성자산	6,713	6,393	8,820	9,178	9,513
유가증권	47,122	56,120	59,929	62,362	64,637
대출채권	282,448	293,718	317,197	330,074	342,114
은행 원화대출금	208,547	218,801	240,464	250,226	259,354
유형자산	3,803	4,944	5,070	5,070	5,070
기타	361	806	1,242	1,498	1,738
부채	318,494	336,488	365,264	380,091	393,957
예수부채	248,691	264,686	286,947	298,595	309,487
은행 원화예수금	221,762	235,102	251,275	261,475	271,014
차입부채	44,929	49,857	54,315	56,520	58,582
기타	24,874	21,946	24,002	24,976	25,888
자본	21,953	25,492	26,995	28,091	29,115
지배주주자본	21,740	21,510	23,539	24,635	25,660
자본금	3,381	3,611	3,611	3,611	3,611
자본잉여금	286	626	627	627	627
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	-2,214	-2,249	-1,474	-1,699	-2,130
이익잉여금	17,125	18,525	19,079	20,400	21,855
기타자본	3,162	998	1,696	1,696	1,696
비지배자본	213	3,982	3,456	3,456	3,456

주요 투자지표	(단위: 원, %)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Valuation					
PER	3.5	3.8	4.9	4.0	3.6
PBR	0.33	0.28	0.27	0.25	0.25
배당수익률	6.6	7.1	5.0	6.6	7.6
주당지표					
EPS	2,796	2,727	2,030	2,481	2,768
BPS	32,290	29,782	32,591	34,108	35,527
DPS	650	700	500	650	750
성장성					
EPS 성장률	39.9	-2.5	-25.5	22.2	11.6
BPS 성장률	6.7	-7.8	9.4	4.7	4.2
수익성					
ROE	9.6	8.7	6.5	7.4	7.9
ROA	0.62	0.53	0.39	0.45	0.48
총당금전영업이익률	46.0	45.7	44.3	46.2	46.7
영업이익률	41.1	40.3	33.1	38.7	41.2
세전이익률	41.8	39.2	32.3	37.6	40.2
순이익률	30.3	27.0	21.3	24.9	26.9

주식 수와 배당성향	(단위: 백만 주, %)				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
기말발행주식수	676,000	722,268	722,268	722,268	722,268
보통주	676,000	722,268	722,268	722,268	722,268
우선주	0	0	0	0	0
배당성향	21.5	27.0	24.7	26.2	27.1
보통주배당성향	21.5	27.0	24.7	26.2	27.1
우선주배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

우리금융지주 (316140) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 × 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	5.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-06

※ 해외 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: 정태준)
- 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 투자의사결정은 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.