



# 우리종금 (010050)

증권



정태준 CFA

02 3770 5585  
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	<b>Not Rated (M)</b>
목표주가	<b>-원 (M)</b>
현재주가 (10/25)	<b>999원</b>
상승여력	-

시기총액	8,733억원
총발행주식수	874,203,406주
60일 평균 거래대금	72억원
60일 평균 거래량	7,374,504주
52주 고	1,145원
52주 저	507원
외인지분율	2.02%
주요주주	우리금융지주 외 4 인 58.75%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.5	(2.1)	89.2
상대	16.4	5.5	47.9
절대(달러환산)	13.3	(3.5)	83.5

## 눈 앞으로 다가온 re-rating

### Inorganic growth에 대한 기대 고조

우리종금의 re-rating이 임박했다고 보는 이유는 모회사인 우리금융지주의 내부등급법 2단계 승인이 가까워졌기 때문이다. 지주는 내부등급법 2단계 통과 시 증권사를 우선적으로 인수하겠다는 계획을 밝힌 바 있고, 인수한 증권사는 우리종금과 합병할 가능성이 높다고 판단한다. 인수 대상 증권사의 자본 규모는 약 1조원에서 2조원으로 예상하는데, 1.5조원을 가정하면 합병 후 PBR은 0.41배로 하락한다. 이는 동사의 valuation이 보수적으로 증권업 평균 PBR 0.62배에 도달한다고 해도 상승여력이 약 50%에 달한다는 의미이다.

### 정상화를 넘어 성장으로

한편 합병을 통한 inorganic growth에 대한 기대 외에도 동사는 2013년 지주 편입 이후 약 6년에 걸친 정상화를 마무리하고 본격적으로 성장을 시작하는 구간에 있다는 점에서도 매력적이다. 동사는 금호종금 시절이었던 2010~2013년에 4년간 적자를 기록하여 이익결손이 확대된 경험이 있다. 그러나 우리금융지주 산하로 편입된 이후 흑자전환에 성공하였고, 이후 점차 자본을 회복해 지난 2020년 10년 만에 배당을 재개하였다. 10년 만에 첫 배당인 만큼 배당성향(13.9%)은 20%에 근접했던 과거 수준보다는 낮았지만 이는 향후 성장을 지속함에 따라 점진적으로 상승할 전망이다.

### 증권업 업황 둔화에 대한 새로운 대안

또한 동사는 현재 증권업이 직면한 가장 큰 문제인 브로커리지와 트레이딩의 부진으로부터 자유로워 증권업 업황 둔화에 대한 새로운 대안이 될 수 있다. 동사 순영업수익은 이자이익 약 70%, 수수료이익 약 30%, 미미한 기타이익으로 구성되어있는데, 1) 이자이익은 전부 PF 등 기업여신으로부터 발생하기 때문에 증권의 리테일 신용공여처럼 증시에 따라 변화하지 않고 2) 수수료이익도 증시 거래대금과 무관한 항목이며 3) 운용손익으로 볼 수 있는 기타이익도 미미한 수준이기 때문에 증권업과 차별화된 실적을 이어갈 것으로 예상한다.

#### Quarterly earning Forecasts

	3Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(십억원, %)
순영업수익	41	28.7	-13.4	-	-	
영업이익	29	38.2	-17.7	-	-	
세전이익	30	39.7	-16.6	-	-	
연결순이익	22	20.0	-16.9	-	-	
지배주주순이익	22	20.0	-16.9	-	-	

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021E	2022E
순영업수익	86	113	158	170
영업이익	54	70	107	113
지배순이익	53	63	82	87
PER (배)	12.6	11.1	10.7	10.1
PBR (배)	1.86	1.65	1.45	1.27
ROE (%)	16.1	13.9	13.8	13.4
ROA (%)	1.84	1.63	1.65	1.57

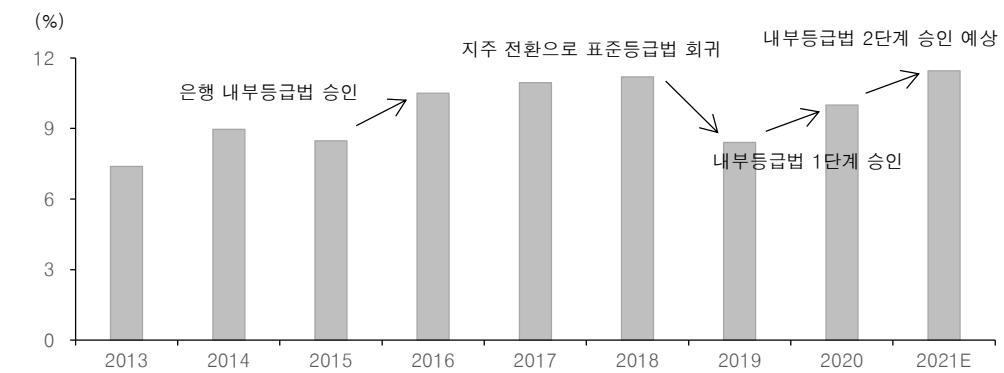
자료: 유안타증권

## 1. Inorganic growth에 대한 기대 고조

### 우리금융지주 내부등급법 2단계 승인 임박

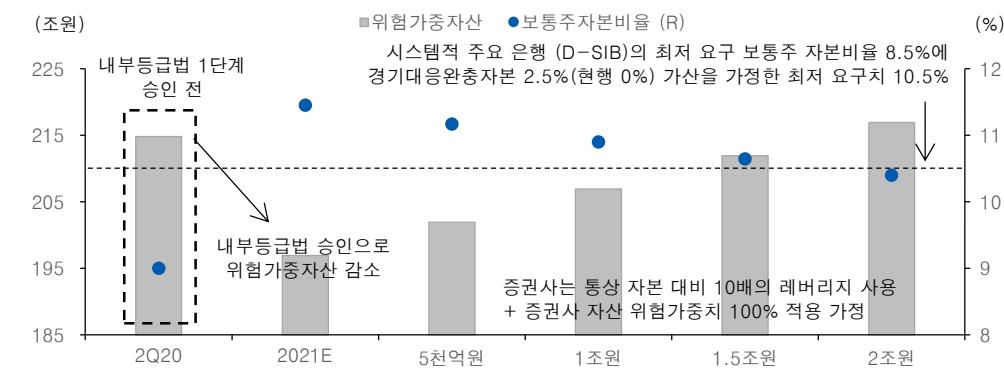
우리종금의 re-rating이 임박했다고 보는 이유는 모회사인 우리금융지주의 내부등급법 2단계 승인이 가까워졌기 때문이다. 과거 우리금융지주는 내부등급법 1단계 통과 때 아주캐피탈(현 우리금융캐피탈)을 인수했던 것과 같이 내부등급법 2단계 통과 시 증권사를 우선적으로 인수하겠다는 계획을 밝힌 바 있고, 인수한 증권사는 우리종금과 합병할 가능성이 높다고 판단한다. 인수 대상 증권사의 자본 규모는 약 1조원에서 2조원으로 예상하는데, 내부등급법 2단계 통과 시 예상되는 자본비율 증가분을 소진한다고 가정할 때 위험가중자산을 약 20조원까지 늘릴 수 있기 때문이다. 이는 증권사가 통상 10배의 레버리지를 사용하고, 증권사의 자산이 위험가중치 100%으로 가산된다는 보수적인 가정을 적용한 것이기 때문에 실제로는 더 큰 규모의 자금 집행도 가능할 것으로 예상한다.

[그림 1] 우리은행~우리금융지주 보통주자본비율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2021E 기준 인수 대상 자본 규모별 위험가중자산 및 보통주자본비율 변화



자료: 유안타증권 리서치센터

## 인수 대상 증권사 자본이 클수록 상승 여력도 확대

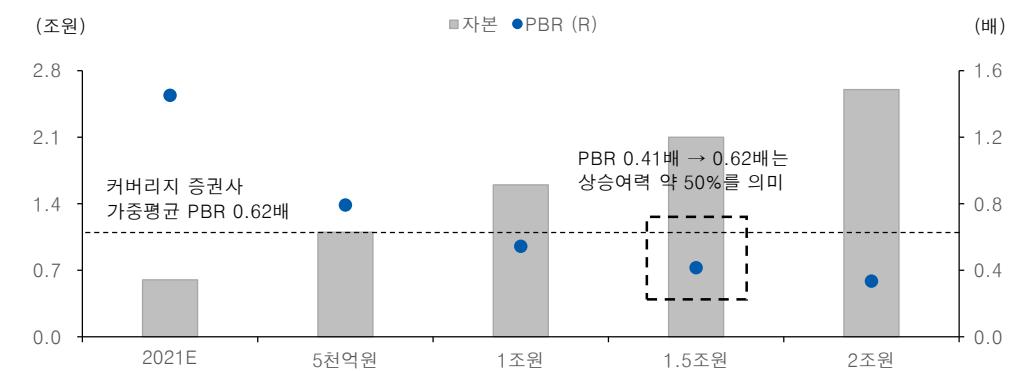
우리증금은 현재 2021E PBR 1.25~1.50배의 구간에서 valuation을 받고 있다. 단순하게 보면 동사의 올해 ROE가 13.8%에 달할 것으로 보기 때문에 일반적인 할인율 10%를 가정하면 적정한 수준에서 주가가 형성되어 있다고 볼 수 있다. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 인수 대상 증권사와의 합병을 고려하면 예상 PBR은 현저히 낮아지게 된다. 지주가 자본 1.5조원 규모의 증권사를 인수한다고 가정하면 합병 후 동사의 자본은 약 2.1조원으로, 이 경우 PBR은 0.41배로 하락하기 때문이다. 이는 동사의 valuation이 보수적으로 증권업 평균 PBR 0.62배에 도달한다고 해도 상승여력이 약 50%에 달한다는 의미이다. 따라서 동사가 인수 대상 증권사와 합병한다는 가정 하에 1) 증권사의 자본이 클수록, 그리고 2) 증권업의 valuation 수준이 상승할수록 주가의 상승 여력도 확대될 것으로 예상한다.

[그림 3] 우리증금 PBR 벤드



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 합병 대상 자본 규모에 따른 12개월 선행 PBR 변화



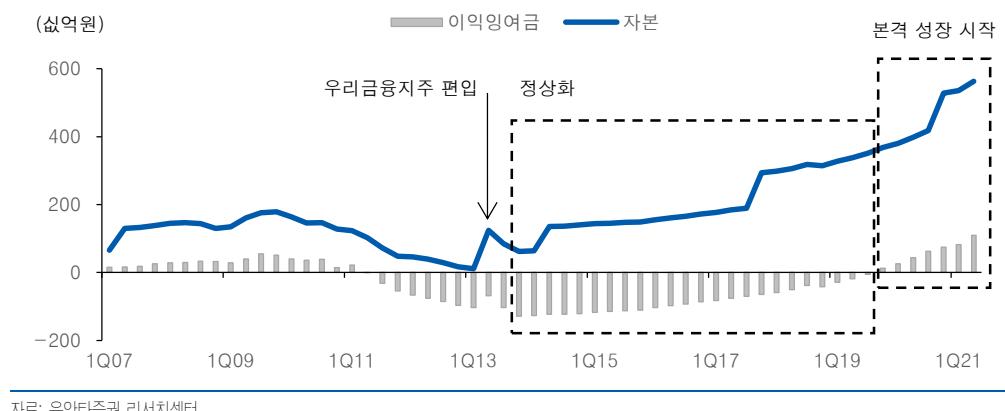
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

## 2. 정상화를 넘어 성장으로

### 자본의 정상화에 이은 배당의 정상화

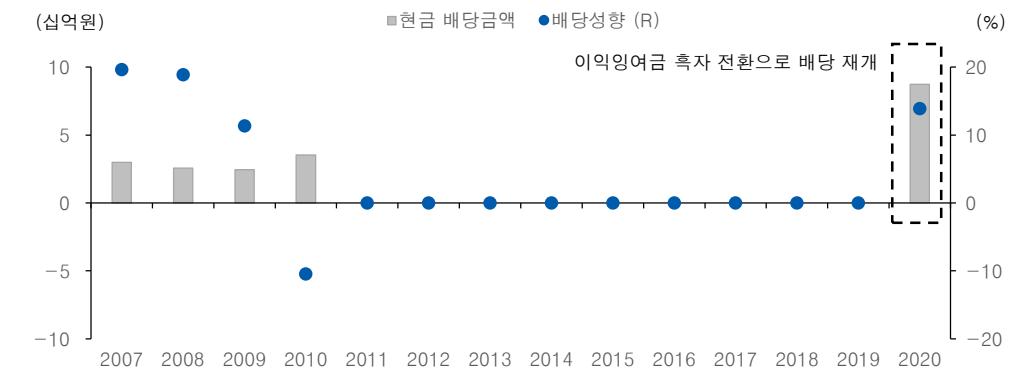
한편 합병을 통한 inorganic growth에 대한 기대 외에도 동사는 2013년 지주 편입 이후 약 6년에 걸친 정상화를 마무리하고 본격적으로 성장을 시작하는 구간에 있다는 점에서도 매력적이다. 동사는 금호종금 시절이었던 2010~2013년에 4년간 적자를 기록하여 이익결손이 확대된 경험이 있다. 그러나 우리금융지주 산하로 편입된 이후 흑자전환에 성공하였고, 이후 점차 자본을 회복해 지난 2020년 이익결손금이 이익잉여금으로 전환됨에 따라 10년 만에 배당을 재개하였다. 10년 만에 첫 배당인 만큼 배당성향(13.9%)은 20%에 근접했던 과거 수준보다는 낮았지만 이는 향후 성장을 지속함에 따라 점진적으로 상승할 전망이다.

[그림 5] 분기별 이익잉여금 vs. 자본



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 현금 배당금액 vs. 배당성향



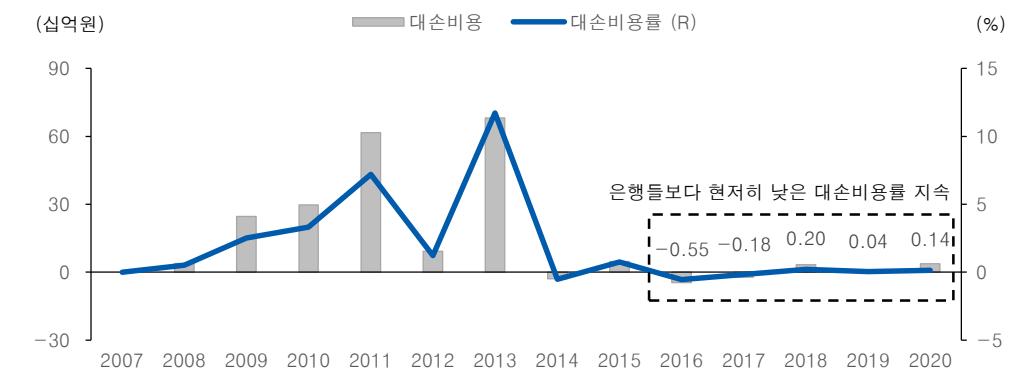
자료: 유안타증권 리서치센터

## 우량한 자산건전성으로 두 자리 수 ROE 지속

동사가 빠른 회복을 보일 수 있었던 가장 큰 이유는 지주 편입 이후 부실채권을 우선적으로 정리하여 대손비용률을 현저히 떨어뜨렸기 때문이다. 이에 따라 2013년 11.73%에 달했던 대손비용률은 최근 5년간 시중은행들보다도 낮은 모습을 보일 정도로 하락하였고, 높은 자산건전성에 힘입어 ROE도 두 자리 수를 유지하고 있다. 특히 2020년에는 1,000억원 유상증자를 진행했음에도 불구하고 13.9%의 높은 ROE를 기록했다는 점도 고무적이다.

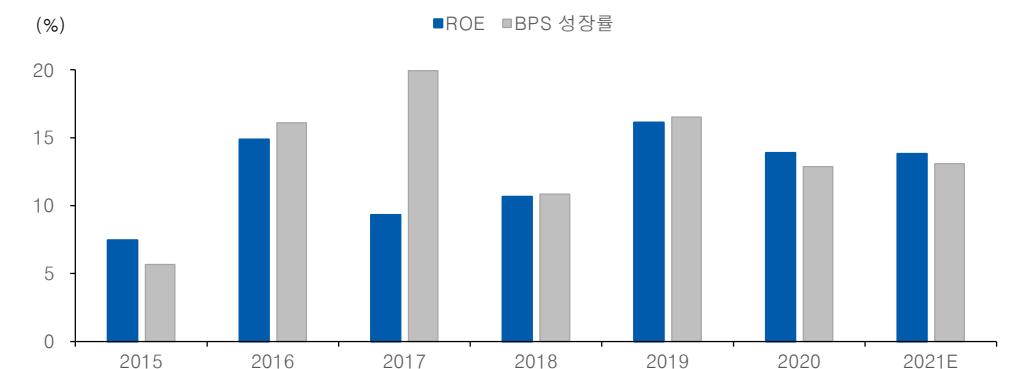
수년간 높은 ROE와 배당 제한이 이루어짐에 따라 자본도 빠른 속도로 증가하였는데, 여기에 동사는 2017년과 2020년 각 1,000억원씩 증자를 단행하여 자본 규모를 키우고 있다. 금융업은 자본을 기반으로 운용자산을 확대해 이익을 창출하는 산업이기 때문에 ROE를 높게 유지할 수 있다면 유상증자로 인한 부담이 크지 않은데, 동사가 그런 사례를 보여주고 있다는 판단이다.

[그림 7] 대손비용 vs. 대손비용률



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] ROE vs. BPS 성장률



자료: 유안타증권 리서치센터

### 3. 증권업 업황 둔화에 대한 새로운 대안

#### 증시 부진과 거래대금 감소로부터 자유롭다

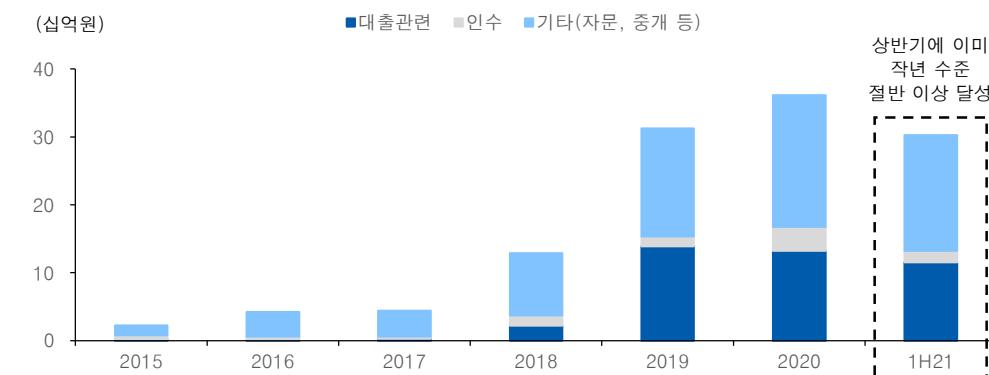
또한 동사는 현재 증권업이 직면한 가장 큰 문제인 브로커리지와 트레이딩의 부진으로부터 자유로워 증권업 업황 둔화에 대한 새로운 대안이 될 수 있다. 동사 순영업수익은 이자이익 약 70%, 수수료이익 약 30%, 미미한 기타이익으로 구성되어있는데, 1) 이자이익은 전부 PF 등 기업여신으로부터 발생하기 때문에 증권의 리테일 신용공여처럼 증시에 따라 변화하지 않고 2) 수수료이익도 증시 거래대금과 무관한 항목이며 3) 운용손익으로 볼 수 있는 기타이익도 미미한 수준이기 때문에 증권업과 차별화된 실적을 이어갈 수 있을 것으로 예상한다. 실제로 동사의 순영업수익은 증시와 큰 연관성 없이 꾸준히 성장하고 있으며, 해외 PF를 취급하지 않기 때문에 코로나19로 인한 해외 딜 감소 영향도 없었다.

[그림 9] 순영업수익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 수수료수익 구성 추이



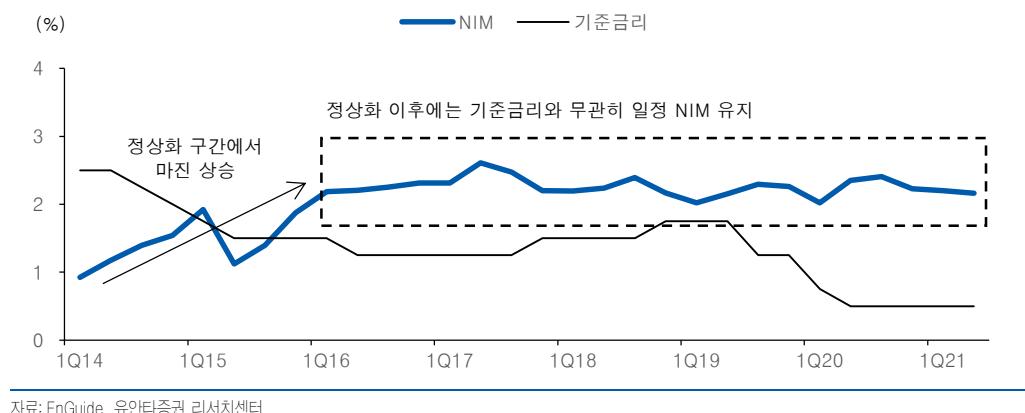
자료: 유안타증권 리서치센터

## 안정적인 마진과 꾸준한 여신 성장

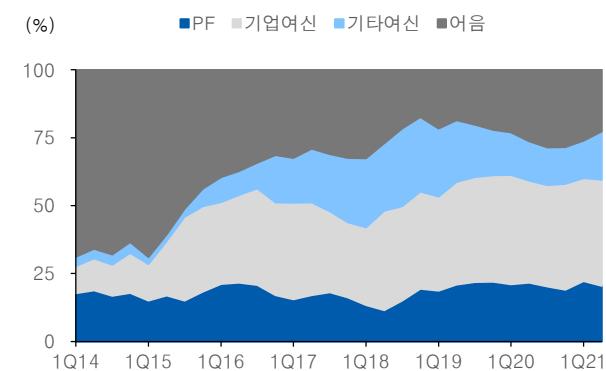
특히 동사가 견조한 이자이익 성장을 이룰 수 있는 이유는 1) 순이자마진(NIM)이 안정적이고 2) 여신 성장이 꾸준히 이루어지고 있기 때문이다. 마진이 일정 수준에서 유지되는 것은 은행과 차별화되는 부분으로, 1년 이상의 수신을 받을 수 없는 제약으로 인해 부채 드레이션이 짧기 때문에 기준금리 변화가 여·수신 금리에 유사하게 영향을 미치는 점에 기인한다. 물론 반대로 기준금리가 인상하는 구간에서는 마진이 개선되지 않는다는 단점이 있지만, 기준금리가 올라도 경쟁 심화로 인해 신용공여 이자율 인하를 검토하고 있는 증권업보다는 유리하다고 판단한다.

이에 더불어 동사 여신 포트폴리오는 부동산PF에만 치중 되어있지 않기 때문에 기준금리 인상과 유동성 축소로 인해 미분양이 증가하더라도 자산건전성이 급격히 악화될 가능성은 제한적이다. 이 역시 기업여신이 대부분 부동산PF로 이루어져 있는 증권업보다 우수한 부분이다.

[그림 11] NIM vs. 기준금리



[그림 12] 여신 포트폴리오 구성 추이



[그림 13] 운용자산 추이



## 3Q21 실적 review

아울러 3분기 실적도 양호한 성장세를 이어가는 모습을 보였다. 꾸준한 여신 성장으로 이자이익이 전년동기대비 32.1%, 전분기대비 4.2% 증가하는 가운데 총당금은 순환입이 발생하였기 때문이다. 경비율은 29.3%로 전년동기대비 1.6%pt 상승하였으나 작년 연간 경비율 34.6%를 하회하는 양호한 수준이 이어지고 있다. 이에 따라 이익은 전년동기대비 20.0% 성장했으며, 비이자이익을 현재 수준이 유지된다고 보수적으로 가정하더라도 내년과 후년에 지속적인 증익을 이어나갈 수 있을 것으로 예상한다.

[표 1] 3분기 연결 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	3Q21P	YoY	QoQ	비고
순영업수익	41	28.7	-13.4	
이자이익	28	32.1	4.2	꾸준한 여신 성장으로 이자이익 증가세 유지
비이자이익	13	22.1	-36.2	PF 확대로 관련 수수료도 YoY 증가
판매비와 관리비	12	36.0	-11.3	경비율은 29.3%(+1.6%pt YoY)로 양호한 범위에서 관리
총당금적립전 영업이익	30	31.4	-10.6	
총당금전입액	-1	N/A	N/A	순환입이 종종 발생할 정도의 우량한 자산건전성 유지
영업이익	29	38.2	-17.7	
영업외손익	0	N/A	N/A	
세전이익	30	39.7	-16.6	
법인세비용	7	192.0	-15.4	
연결 당기순이익	22	20.0	-16.9	
지배주주순이익	22	20.0	-16.9	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 분기별 이익 전망 표

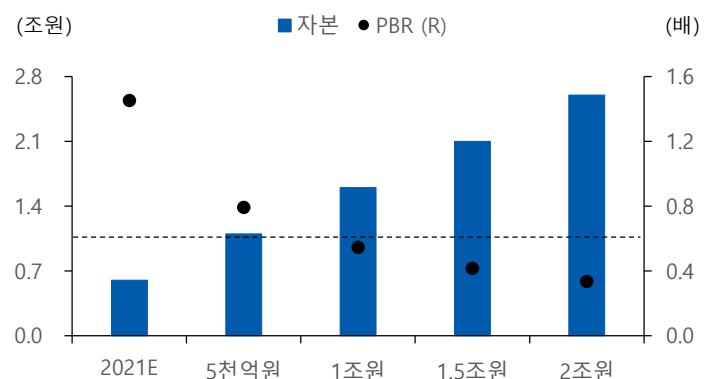
(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
순영업수익	32	47	41	38	113	158	170
이자이익	25	27	28	26	78	105	117
비이자이익	7	21	13	13	34	53	53
판매비와 관리비	11	13	12	18	39	54	59
총당금적립전 영업이익	22	34	30	19	74	104	110
총당금전입액	0	-2	-1	0	4	-4	-2
영업이익	22	36	29	20	70	107	113
영업외손익	0	0	0	0	-1	0	-1
세전이익	22	35	30	20	69	107	113
법인세비용	5	8	7	5	6	25	27
연결 당기순이익	17	27	22	16	63	82	87
지배주주순이익	17	27	22	16	63	82	87

자료: 유안타증권 리서치센터

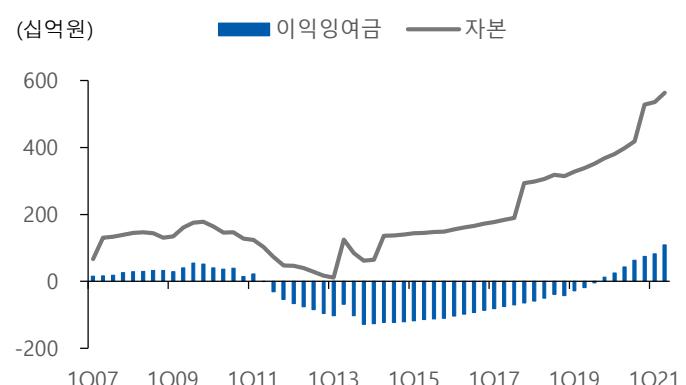
## Key Chart

### 합병 대상 자본 규모에 따른 12개월 선행 PBR 변화



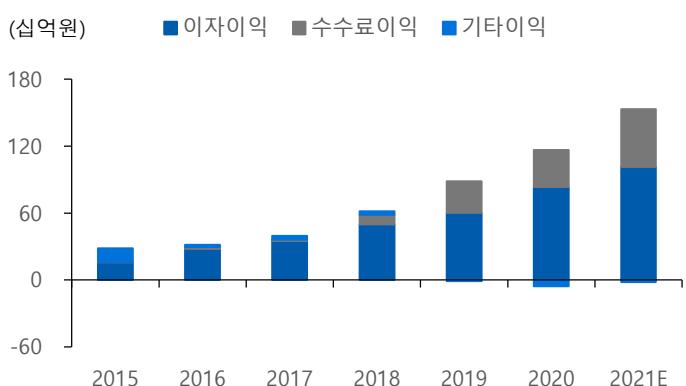
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

### 분기별 이익잉여금 vs. 자본



자료: 유안타증권 리서치센터

### 순영업수익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

## 우리종금 (010050) 재무제표 (K-IFRS)

별도 포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
		2019	2020	2021E	2022E	2023E
순영업수익		87	111	151	169	185
이자이익		60	83	101	118	135
이자수익		110	133	151	198	225
대출채권 이자수익		79	95	116	146	166
기타 이자수익		31	39	36	52	59
이자비용		50	50	50	79	90
비이자이익		27	28	50	50	50
수수료이익		28	33	52	53	53
판관비		31	39	52	59	64
총당금적립전 이익		56	72	99	110	120
총당금전입액		1	4	-2	-2	-2
영업이익		56	68	102	112	122
영업외손익		-2	0	0	0	0
세전이익		54	68	102	112	122
법인세비용		-1	6	24	26	29
당기순이익		55	62	78	86	93

연결 재무제표		(단위: 십억원)				
		2019	2020	2021E	2022E	2023E
순영업수익		86	113	158	170	186
이자이익		52	78	105	117	134
비이자이익		34	34	53	53	52
판관비		31	39	54	59	64
총당금적립전 이익		55	74	104	110	120
총당금전입액		1	4	-4	-2	-2
영업이익		54	70	107	113	123
영업외손익		-2	-1	0	-1	-1
세전이익		52	69	107	113	124
법인세비용		-1	6	25	27	29
연결당기순이익		53	63	82	87	94
지배주주순이익		53	63	82	87	94
비지배주주순이익		0	0	0	0	0
자산		3,399	4,332	5,163	5,893	6,695
부채		3,032	3,804	4,562	5,206	5,914
자본		367	529	601	687	781

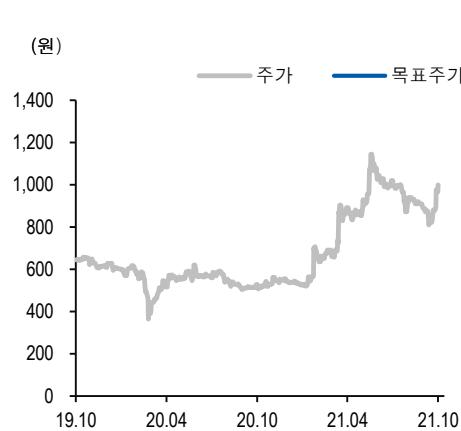
별도 재무상태표		(단위: 원, 배, 십억원)				
		2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산		3,339	4,309	5,101	5,831	6,633
현금 및 예치금		167	85	408	466	531
유가증권		1,122	1,411	1,525	1,743	1,982
대출채권		1,674	2,529	2,693	3,078	3,501
어음관리자산		198	209	227	260	296
리스자산		0	0	0	0	0
유형자산		9	5	5	5	5
기타자산		168	69	243	278	317
부채		2,972	3,780	4,504	5,148	5,856
예수부채		2,425	2,901	3,367	3,848	4,378
차입부채		389	544	724	828	941
기타부채		158	335	413	472	537
자본		368	529	598	683	777
자본금		337	437	437	437	437
자본잉여금		26	26	26	26	26
자본조정		-7	-7	-7	-7	-7
기타포괄손익 누계액		-2	-2	11	28	50
이익잉여금		13	75	131	199	271

자료: Company data, 유안타증권

주요 투자지표		(단위: 원, %)				
		2019	2020	2021E	2022E	2023E
Valuation						
PBR		1.86	1.65	1.45	1.27	1.12
PER		12.6	11.1	10.7	10.1	9.2
배당수익률		0.0	1.0	1.5	2.0	2.5
주당지표						
BPS		536	605	687	785	892
EPS		79	90	94	99	108
DPS		0	10	15	20	25
성장성						
BPS 성장률		16.5	12.9	13.6	14.2	13.7
EPS 성장률		58.0	13.9	4.0	6.1	9.0
수익성						
ROE		16.1	13.9	13.8	13.4	12.8
ROA		1.84	1.63	1.65	1.57	1.50
비용/수익비율		36.4	34.6	34.3	34.5	34.6
영업이익률		62.9	61.7	67.9	66.5	66.3
세전이익률		61.1	61.0	67.8	66.5	66.3
순이익률		62.2	55.8	51.8	50.9	50.7

주식 수와 배당성향		(단위: 백만 주, %)				
		2019	2020	2021E	2022E	2023E
기밀발행주식수		674,203	874,203	874,203	874,203	874,203
보통주		674,203	874,203	874,203	874,203	874,203
우선주		0	0	0	0	0
배당성향		0.0	13.9	16.0	20.2	23.2
보통주배당성향		0.0	13.9	16.0	20.2	23.2
우선주배당성향		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

## 우리종금 (010050) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리를 = (실제주가<sup>\*</sup> - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.5
Hold(중립)	8.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-10-23

※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, 절대수익률을 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 투자 의사결정은 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.