



▲ 은행/지주

Analyst 윤경완
02. 6454-4870
kw.eun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	18,000 원
현재주가 (2.9)	15,850 원
상승여력	13.6%
KOSPI	2,768.85pt
시가총액	115,398억원
발행주식수	72,806만주
유동주식비율	88.77%
외국인비중	32.26%
52주 최고/최저가	15,850원/9,410원
평균거래대금	355.7억원
주요주주(%)	
우리은행우리사주 외 1 인	9.80
국민연금공단	8.88
예금보험공사	5.80
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	21.0 42.8 68.4
상대주가	29.1 68.1 87.7

주가그래프



(십억원)	총영업이익	총전이익	영업이익	당기순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)
2019	6,946	3,180	2,800	1,872	2,693	-10.5	29,782	4.3	0.4	8.7	0.5
2020	6,821	2,865	2,080	1,307	1,810	-32.8	31,918	5.4	0.3	5.9	0.3
2021P	8,344	4,197	3,660	2,588	3,570	97.3	35,494	3.6	0.4	10.6	0.6
2022E	9,487	4,971	4,135	2,681	3,682	3.1	38,196	4.3	0.4	10.0	0.6

우리금융지주 316140

펀더멘탈 개선과 모멘텀 겸비

- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 18,000원으로 상향 조정
- ✓ 4Q21P 순이익 3,900억원(+134.2% YoY, -49.9% QoQ)으로 컨센서스 35.4% 상회
- ✓ 1) NIM +6bp, 2) Loan growth +0.9%, 3) CCR 0.17%, 4) CIR 47.5%, 5) CET1 11.3%
- ✓ 은행 중심 수익구조, M&A 기대감, 케이뱅크 상장 등이 주가 모멘텀으로 작용 중
- ✓ 단기 가파른 주가 상승 부담이나 관련 기대감 현실화 될 경우 추가 상승여력 충분

4Q21 Earnings review

우리금융지주의 4분기 지배주주순이익은 3,900억원(+134.2% YoY, -49.9% QoQ)을 기록하며 당사 추정치와 컨센서스를 각각 56.2%, 35.4% 상회했다. 우리 예상과 달리 코로나19 관련 추가 총당금 전입액이 840억원에 불과했고 6bp의 마진 상승으로 순이자이익이 7.4% 증가하며 호실적을 견인했다. 경상 대손비용률은 업계 최저 수준에서 관리되었으며, 수수료이익도 비은행 자회사 라인업 확대 등의 영향으로 비교적 견조한 수준을 유지했다. 배당의 경우 주당 750원(중간배당 150원)의 연말 배당금을 결정하며 25%대의 배당성향을 회복했다.

펀더멘탈 개선과 모멘텀 겸비

최근 은행주 내에서도 가장 가파른 주가 상승을 보이고 있다. 은행 중심의 수익구조가 금리 상승 구간에서 되려 장점으로 부각되는 가운데 성공적인 민영화에 따른 지배구조 개선, 내부등급법 승인 및 자본비율 상승에 따른 비은행 자회사 M&A 모멘텀까지 주목 받았기 때문이다. 여기에 케이뱅크 IPO 가시화에 따른 보유 지분가치(지분율 12.7%)도 주가 상승에 일조했다.

적정주가 18,000원으로 상향 조정

예상보다 빠른 Top line 개선 속도를 반영해 FY22E 지배주주순이익과 ROE를 각각 2.7조원(+3.6% YoY), 10.0%로 전망한다. 단기적으로 Trailing PBR 0.45배까지 상승한 벌류에이션이 부담으로 작용할 수 있으나 상기 전술한 내용이 현실화 될 경우 추가적인 상승 여력은 충분해 보인다. 투자의견 Buy를 유지하며, 이익주정치 변경 등을 감안해 적정주가는 18,000원으로 상향 제시한다.

표1 4Q21 Earnings Summary

(십억원)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	당사예상치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
순이자이익	1,897	1,570	20.8	1,766	7.4				
총영업이익	2,164	1,698	27.4	2,136	1.3				
판관비	1,355	1,268	6.9	937	44.5				
총전이익	809	430	88.1	1,199	-32.5				
총당금전입액	225	198	13.9	107	110.3				
지배주주순이익	390	167	134.2	778	-49.9	250	56.2	288	35.4

자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

표2 4Q21 주요 일회성 요인 Summary

(억원)	금액	비고
판관비	1,810	희망퇴직비용
총당금 전입	840	코로나19 관련 추가 총당금

자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

표3 우리금융지주 Valuation

	단위		비고	값
12M Fwd ROE	%		A	10.0
Cost of Equity	%	B=C+(D*E)		6.8
Risk Free Rate	%		C	2.3
Risk Premium	%		D	8.3
Beta	배		E	0.6
COE 조정계수	%		F	10.1
Adj. Cost of Equity	%	G=B+F		16.9
Eternal Growth	%		H	0.0
Adj. Fair PBR	배	I=(A-H)/(G-H)		0.47
Premium/Discount	%	J		-20.0
Target PBR	배	K=I*(1+J)		0.47
12M Fwd BPS	원	L		38,196
적정주가	원	M=K*L		18,000
현재가(2/9)	원	N		15,850
Upside Potential	%	O=(M-N)/N		13.6

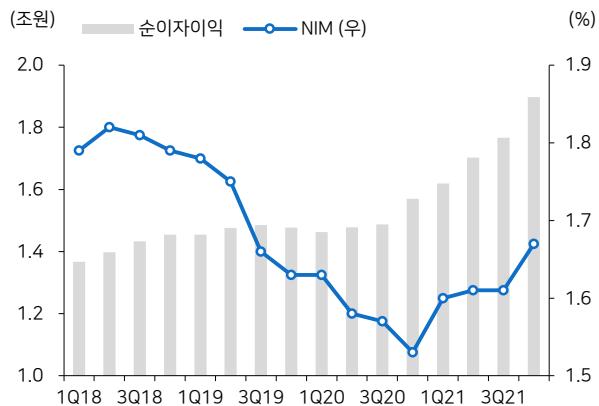
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 우리금융지주 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	FY21P	FY22E
순이자이익	1,620	1,703	1,766	1,897	1,926	1,982	2,040	2,055	6,986	8,004
이자수익	2,327	2,383	2,483	2,701	2,744	2,825	2,909	2,933	9,895	11,411
이자비용	708	680	717	804	817	843	869	878	2,909	3,407
순수수료이익	410	371	376	365	382	377	374	365	1,522	1,499
수수료수익	570	547	546	560	559	558	554	543	2,223	2,214
수수료비용	160	176	170	195	176	181	180	178	701	715
기타비이자이익	-42	-17	-6	-98	12	12	10	-48	-163	-15
총영업이익	1,987	2,057	2,136	2,164	2,320	2,371	2,424	2,371	8,344	9,487
판관비	918	938	937	1,355	1,016	1,044	1,032	1,425	4,147	4,517
총전영업이익	1,070	1,119	1,199	809	1,304	1,328	1,392	946	4,197	4,971
총당금전입액	136	69	107	225	165	186	218	266	537	835
영업이익	934	1,050	1,092	584	1,139	1,142	1,175	680	3,660	4,135
영업외손익	8	26	43	12	-23	-24	-12	-36	89	-95
세전이익	942	1,076	1,135	597	1,116	1,118	1,162	644	3,749	4,040
법인세비용	223	258	311	151	301	302	314	174	942	1,091
당기순이익	719	818	824	446	815	816	849	470	2,807	2,950
지배주주	667	753	778	390	750	751	781	400	2,588	2,681
비지배지분	52	66	46	56	65	65	68	71	219	269

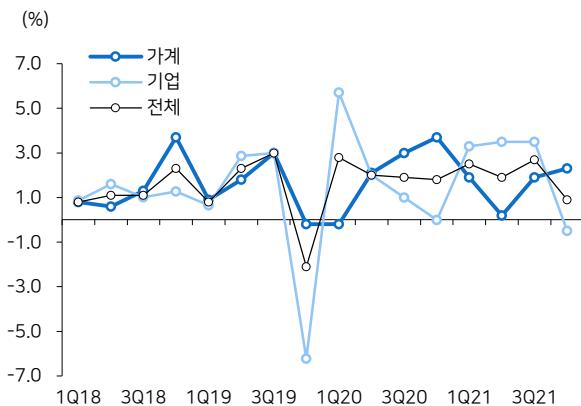
자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림1 NIM 1.67%



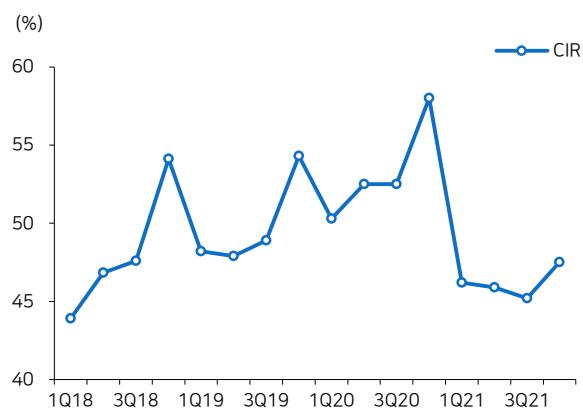
자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Loan Growth +0.9%



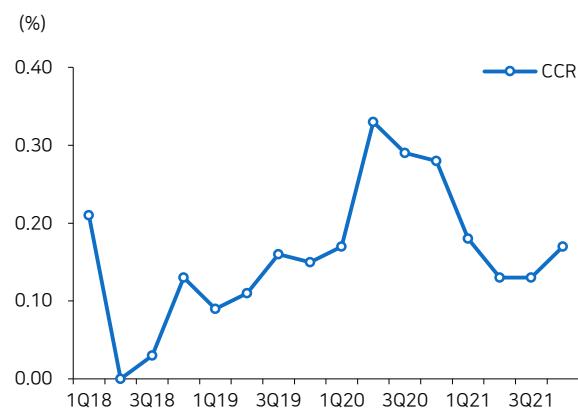
자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Cost Income Ratio 47.5%(누적기준)



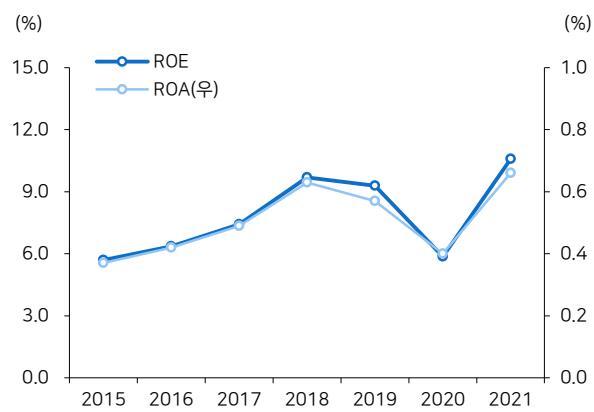
자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Credit Cost Ratio 0.17%(누적기준)



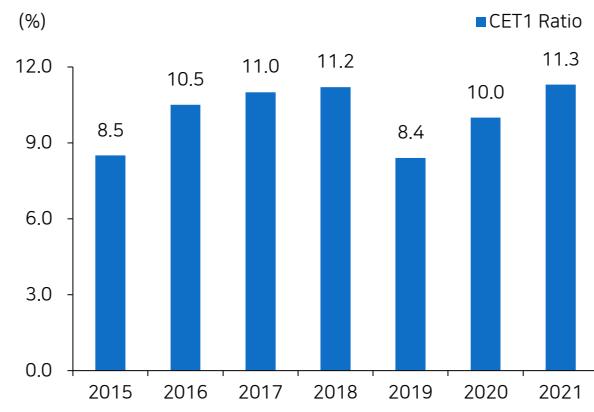
자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림5 ROA 0.66%, ROE 10.58%



자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림6 CET1 Ratio 11.3%



자료: 우리금융지주, 메리츠증권 리서치센터

우리금융지주 (316140)

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E
현금 및 예치금	6,393	9,991	7,566	7,959
대출채권	293,718	320,106	361,933	380,208
금융자산	57,048	62,986	71,145	74,738
유형자산	3,365	3,287	3,175	3,335
기타자산	1,458	2,710	3,365	3,535
자산총계	361,981	399,081	447,184	469,775
예수부채	264,686	291,477	317,900	334,425
차입부채	18,999	20,745	24,755	25,641
사채	30,858	37,479	44,654	46,251
기타부채	21,946	22,653	31,024	32,637
부채총계	336,488	372,355	418,334	438,955
자본금	3,611	3,611	3,640	3,640
신증자본증권	998	1,895	2,294	2,294
자본잉여금	626	626	682	682
자본조정	-2,249	-2,347	-2,168	-2,182
기타포괄손익누계액	0	0	0	0
이익잉여금	18,525	19,268	21,393	23,374
비지배지분	3,982	3,672	3,008	3,012
자본총계	25,492	26,726	28,850	30,821

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E
순이자이익	5,894	5,999	6,986	8,004
이자수익	10,577	9,524	9,895	11,411
이자비용	4,683	3,525	2,909	3,407
순수수료이익	1,103	1,014	1,522	1,499
수수료수익	1,709	1,694	2,223	2,214
수수료비용	607	680	701	715
기타비이자이익	-50	-191	-163	-15
총영업이익	6,946	6,821	8,344	9,487
판관비	3,766	3,956	4,147	4,517
총전영업이익	3,180	2,865	4,197	4,971
총당금전입액	380	785	537	835
영업이익	2,800	2,080	3,660	4,135
영업외손익	-77	-79	89	-95
세전이익	2,723	2,001	3,749	4,040
법인세비용	685	486	942	1,091
당기순이익	2,038	1,515	2,807	2,950
지배주주	1,872	1,307	2,588	2,681
비지배지분	165	208	219	269

Key Financial Data I

	2019	2020	2021P	2022E
주당지표 (원)				
EPS	2,693	1,810	3,570	3,682
BPS	29,782	31,918	35,494	38,196
DPS	700	360	900	960
Valuation (%)				
PER (배)	4.3	5.4	3.6	4.3
PBR (배)	0.4	0.3	0.4	0.4
배당수익률	6.0	3.7	7.1	6.1
배당성향	27.0	19.9	25.3	26.0
수익성 (%)				
NIM	1.6	1.5	1.7	1.7
ROE	8.7	5.9	10.6	10.0
ROA	0.5	0.3	0.6	0.6
Credit cost	0.1	0.2	0.1	0.2
효율성 (%)				
예대율	111.0	109.8	113.9	113.7
C/I Ratio	54.2	58.0	49.7	47.6

Key Financial Data II

(%)	2019	2020	2021P	2022E
자본적정성				
BIS Ratio	11.9	13.8	15.0	15.0
Tier 1 Ratio	9.9	11.8	13.2	13.4
CET 1 Ratio	8.4	10.0	11.3	11.7
자산건전성				
NPL Ratio	0.4	0.4	0.3	0.3
Precautionary Ratio	1.3	1.1	1.0	1.1
NPL Coverage	133.6	153.8	192.2	165.1
성장성				
자산증가율	6.3	10.2	12.1	5.1
대출증가율	3.9	8.8	8.9	5.0
순이익증가율	-7.9	-30.2	98.0	3.6
Dupont Analysis				
순이자이익	1.6	1.5	1.6	1.7
비이자이익	0.3	0.2	0.3	0.3
판관비	-1.0	-1.0	-0.9	-1.0
대손상각비	-0.1	-0.2	-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 간접 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	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 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)	
2020.02.10	기업브리프	Buy	14,000	은경완	-38.7	-26.1	
2020.04.13	산업분석	Buy	11,000	은경완	-26.2	-17.0	
2020.06.01	산업분석	Buy	12,000	은경완	-25.6	-13.8	
2020.11.20	산업분석	Buy	13,000	은경완	-24.3	-18.1	
2021.04.12	산업분석	Buy	14,000	은경완	-23.1	-19.3	
2021.05.31	산업분석	Buy	15,000	은경완	-22.9	-9.3	
2021.11.10	산업분석	Buy	16,000	은경완	-14.6	-0.9	
2022.02.10	기업브리프	Buy	18,000	은경완	-	-	