

우리금융지주(316140)

매수(유지)

목표주가: 20,000원(유지)

스마트한 M&A

1.5조원에 동양생명과 ABL생명 인수

28일 우리금융지주 이사회는 동양생명과 ABL생명을 자회사로 편입하는 안건을 의결하였다. 취득예정금액은 동양생명 지분 75%와 ABL생명 지분 100%에 대해 각각 1조 2,840억원(인수 PBR 0.78배), 2,654억원(인수 PBR 0.36배)이다. 결론적으로 금번 딜은 주주환원여력 훼손을 최소화하면서, 중장기 그룹 수익성 제고를 이끈다는 측면에서 주가에 긍정적이다.

주주환원 이상무

주주환원여력 훼손이 최소화된다. 이번 딜로 인한 보통주자본비율 예상 하락폭은 8bp에 불과하다. 통상 취득 순자산에 대해 일부는 250%를 곱해 위험가중자산에 가산하고, 일부는 보통주자본에서 차감하게 되어 자본비율이 하락하는 구조다. 다만 인수가액이 합리적인 수준에서 결정됨에 따라 잉가매수차익이 약 8,000억원 발생한다(PPA 조정은 변수). 이에 이익잉여금이 증가하게 되어, 자본비율 하락 영향을 일부 상쇄하게 되는 것이다. 추가로 3분기 들어 진행된 원화 강세로 인한 자본비율 개선폭만 20bp 내외다. 결론적으로 생보사 인수에도 불구하고, 하반기 우리금융지주의 자본비율은 오히려 개선될 것이며, 이에 주주환원 확대에 대한 기대감은 여전히 유효하다.

수익성도 개선. 목표주가 20,000원 유지

중장기 수익성 제고도 예상된다. 금번 딜의 조달비용 감안 전 ROIC는 18%대다. 3%대인 조달비용을 감안해도 전사 ROE 대비 높다. 금번 인수에 기인한 연간 순이익 증가폭은 2,300억원 내외다. 시너지 창출도 예상된다. 46조원에 달하는 피인수 생보사의 운용자산과 그룹 내 계열사들의 운용역량을 결합한다면 전사적인 운용수익률 제고가 이뤄질 수 있다. 종합적으로 봤을 때 우리은행 부당대출로 인한 내부통제 제도 전반에 걸친 개선 필요성에도 불구하고, 금번 딜의 긍정적인 재무적 영향과 동사의 가장 큰 투자 포인트인 주주환원이 여전히 유효하다는 측면에서 매수의견과 목표주가 20,000원을 유지한다.

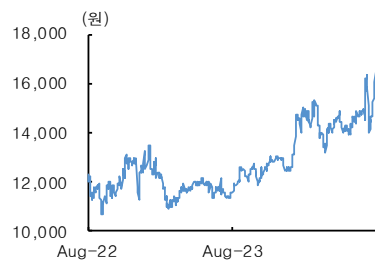
Stock Data

KOSPI(8/27)	2,689
주가(8/27)	16,280
시가총액(십억원)	12,089
발행주식수(백만)	743
52주 최고/최저가(원)	16,600/11,560
일평균거래대금(6개월, 백만원)	37,581
유동주식비율/외국인지분율(%)	88.5/44.7
주요주주(%)	우리금융지주우리사주 외 1인 8.7
	국민연금공단 6.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.6	9.0	40.8
KOSPI 대비(%p)	2.2	6.5	34.1

주가추이



자료: FnGuide

	총영업이익 (십억원)	총전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
2022A	9,822	5,347	3,142	4,189	20.9	35,230	2.8	0.33	0.68	13.0	9.8
2023A	9,812	5,387	2,506	3,159	(24.6)	37,313	4.1	0.35	0.49	9.3	7.7
2024F	10,471	5,797	2,953	3,773	19.4	40,283	4.3	0.40	0.56	10.0	7.2
2025F	10,912	6,097	3,099	4,038	7.0	43,443	4.0	0.37	0.56	9.9	7.8
2026F	11,395	6,373	3,350	4,465	10.6	47,117	3.6	0.35	0.58	10.1	8.6

백두산, CFA

doosan@koreainvestment.com

홍예란

yeran.hong@koreainvestment.com

<표 1> 동양생명 주식 취득결정

(단위: 십억원)

항목	내용
취득주식수(천 주)	121,566
취득 지분율	75.34%
취득금액	1,284
주당 취득가(원)	10,562
취득방법	현금취득
취득목적	종합금융그룹 경쟁력 강화(경영참여목적)
취득예정일	-
이사회결의일	2024-08-28

자료: 금융감독원, 한국투자증권

<표 2> ABL생명 주식 취득결정

(단위: 십억원)

항목	내용
취득주식수(천 주)	3,107
취득 지분율	100%
취득금액	265
주당 취득가(원)	85,415
취득방법	현금취득
취득목적	종합금융그룹 경쟁력 강화(경영참여목적)
취득예정일	-
이사회결의일	2024-08-28

자료: 금융감독원, 한국투자증권

<표 3> 우리금융지주: 이중레버리지비율

(단위: 십억원)

항목	내용
1Q24A 자회사 출자총액(A)	23,912
1Q24A 자본총계(지주별도, B)	24,914
1Q24A 이중레버리지비율(A/B)	96.0%
2024년 내 신증자본증권 순증가분(C)	(330)
기발표 추가 출자금액(D)	120
동양생명+ABL생명 인수액(E)	1,549
인수 후 자회사 출자총액(F=A+D+E)	25,581
인수 후 자본총계(G=B+C)	24,584
인수 후 예상 이중레버리지비율(F/G)	104.1%

주: 규제 상한선은 130%

자료: 금융감독원, Quantwise, 한국투자증권

〈표 4〉 동양생명과 ABL생명 인수 관련 조건

(단위: 십억원)

항목	내용
2개사 합산	
인수금액(A+B)	1,549
인수 PBR(배)	0.65
예상 지배순이익 증분(2023년 순이익 유지 가정)	284
ROIC(현금취득 따른 조달비용 감안 전)	18.3%
동양생명	
동양생명 2Q24 발행주식수(천 주)	161,359
동양생명 2Q24 자기주식수(천 주)	5,413
동양생명 2Q24 유통주식수(천 주)	155,945
동양생명 2Q24 지배자기자본	2,193
동양생명 2023년 지배순이익	271
동양생명 대주주 지분을	75.3%
동양생명 인수금액(A)	1,284
동양생명 인수 PBR(배)	0.78
동양생명 인수 PER(배)	6.3
ABL생명	
ABL생명 2Q24 발행주식수(천 주)	3,107
ABL생명 2Q24 자기주식수(천 주)	0
ABL생명 2Q24 유통주식수(천 주)	3,107
ABL생명 2Q24 지배자기자본	740
ABL생명 2023년 지배순이익	80
ABL생명 대주주 지분을	100.0%
ABL생명 인수금액(B)	265
ABL생명 인수 PBR(배)	0.36
ABL생명 인수 PER(배)	3.3

자료: 금융감독원, Quantiwise, 한국투자증권

〈표 5〉 우리금융지주 보통주자본비를 변화(동양생명과 ABL생명 인수 가정)

(단위: 십억원)

항목	내용
2Q24P 보통주자본(A)	27,824
2Q24P 위험가중자산(B)	231,194
2Q24P 보통주자본비율(A/B)	12.03%
1Q24A 금융회사 보통주에 대한 증대한 투자 금액(C)	822
대응공제한도(D=Ax10%)	2,782
보통주자본 10% 이내 추가 출자여력(E=D-C)	1,961
염가매수차익 감안 전 자본비율 변동	
인수분 순자산가액(F)	2,392
인수 후 보통주자본(G=A-(F-E))	27,393
인수 후 위험가중자산(H=B+Ex250%)	236,096
인수 후 보통주자본비율(G/H)	11.60%
인수 후 보통주자본비율 하락폭(염가매수차익 전)	-0.43%
염가매수차익 감안 후 자본비율 변동	
예상 염가매수차익(PPA 조정 관련 일부 단순 가정)(I)	843
인수 후 보통주자본(J=G+Ix73.6%)	28,235
인수 후 위험가중자산(K=H)	236,096
인수 후 보통주자본비율(J/K)	11.96%
인수 후 보통주자본비율 하락폭(최종)	-0.08%

자료: 금융감독원, 우리금융지주, 한국투자증권

〈표 6〉 동양생명과 ABL생명 순이익 및 운용자산 추이

(단위: 십억원)

	2023A	1H23A	1H24A	
				YoY
순이익				
합산	351	234	209	-11%
동양생명	271	187	168	-10%
ABL 생명	80	47	41	-14%
운용자산				
합산	45,185	45,021	46,130	2%
동양생명	30,904	30,341	31,211	3%
ABL 생명	14,281	14,680	14,920	2%

주: 1. 운용자산은 별도 기준, 2. 동양생명 반기 운용자산은 각각 2분기 기초자산과 기말자산의 단순평균,
3. ABL생명 반기 운용자산은 각각 6월 말 잔액 기준
자료: 금융감독원, 한국투자증권

〈표 7〉 우리금융지주 목표주가 산정내역

항목	산식	내용
지속가능 ROE	A	9.9%
자기자본비용	B	17.5%
영구성장률	C	2.0%
목표 PBR(배)	$D = (A - C) / (B - C)$	0.51
2Q24P BPS(원)	E	39,133
목표주가(원)	$D \times E$	20,000

주: 1. ROE와 BPS는 신중자본증권과 우선주 차감 기준, 2. 지속가능 ROE는 향후 12개월 ROE에 현재 자본비용 수준을 감안해 조정
자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

우리은행의 전신인 한빛은행은 1999년 상업은행과 한일은행이 합병해 탄생했다. 이후 2001년 국내 최초의 금융지주사인 우리금융지주의 자회사로 편입되었으며, 그 해 평화은행을 분할합병했다. 2002년에는 지금의 우리은행으로 사명을 변경했다. 한편 우리금융지주는 공적자금 회수 일환으로 2014년 다수의 자회사를 매각하고 우리은행은 몸집이 축소된 우리금융지주를 흡수합병했다. 이후 2019년 2월 주식이전을 통해 우리금융지주를 다시 설립. 현재 우리금융지주는 우리은행, 우리카드, 우리금융캐피탈, 우리종합금융, 우리자산신탁 등을 계열회사로 보유 중.

- 순이자마진(NIM): 순이자이익 / 이자수익자산(평잔)
- 고정이하여신: 건전성에 따라 정상, 요주의, 고정, 회수의문, 추정손실로 여신 분류. 고정, 회수의문, 추정손실 합산
- 고정이하여신비율: 고정이하여신 / 총여신
- 대손율: 대손충당금전입액 / 총여신
- 이익경비율: 일반관리비 / 총영업이익
- 보통주자본비율(CET1 ratio): 보통주자본 / 위험가중자산(RWA)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
총자산	480,474	498,005	526,774	552,174	580,466
현금 및 예치금	37,249	32,546	31,526	32,375	33,877
유가증권	80,318	82,637	89,943	94,546	99,634
대출채권	344,818	359,360	381,846	401,138	421,404
유형자산	3,143	3,177	3,200	3,137	3,154
투자부동산	388	473	481	483	483
관계기업투자	1,306	1,795	1,884	1,891	1,892
무형자산	849	997	1,029	1,084	1,175
기타자산	12,405	17,020	16,867	17,520	18,848
총부채	448,847	464,607	491,759	515,157	541,303
예수금	342,140	357,824	372,181	389,803	409,327
당기손익인식지정금융부채	0	0	0	0	0
단기매매금융부채	12	156	183	191	200
차입부채	28,430	30,987	31,975	33,445	35,115
사채	44,198	41,239	43,688	45,850	48,159
기타부채	34,066	34,402	43,731	45,869	48,502
자기자본	31,627	33,397	35,015	37,017	39,163
지배자기자본	28,762	31,667	33,320	35,219	37,260
자본금	3,640	3,803	3,803	3,803	3,803
보통주자본금	3,640	3,803	3,803	3,803	3,803
신종자본증권	3,112	3,611	3,409	3,409	3,409
자본잉여금	682	936	938	938	938
자본조정	(1,784)	(1,688)	(1,636)	(1,636)	(1,636)
기타포괄손익누계액	(639)	19	37	37	37
이익잉여금	23,750	24,986	26,770	28,668	30,710

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
총영업이익	9,822	9,812	10,471	10,912	11,395
순이자이익	8,697	8,743	8,875	9,122	9,505
이자수익	14,655	20,642	21,969	21,921	22,247
이자비용	5,958	11,899	13,094	12,798	12,742
비이자이익	1,125	1,069	1,596	1,790	1,890
순수수료이익	1,444	1,454	1,819	1,931	2,029
유가증권 처분/평가	574	798	1,095	1,073	1,130
기타비이자이익 항목	(893)	(1,184)	(1,317)	(1,215)	(1,270)
대손충당금전입액	861	1,869	1,728	1,748	1,710
순영업수익	8,960	7,942	8,743	9,164	9,685
판관비	4,530	4,443	4,679	4,835	5,043
인건비	2,902	2,716	2,927	2,990	3,136
각종 상각비	522	503	529	547	571
고정비성 경비	401	488	468	507	516
변동비성 경비	705	737	755	791	820
영업이익	4,431	3,499	4,064	4,329	4,642
영업외이익	55	18	5	20	21
총당금적립전이이익	5,347	5,387	5,797	6,097	6,373
법인세비용차감전계속사업이익	4,485	3,517	4,068	4,349	4,663
법인세비용	1,161	891	1,003	1,070	1,147
실효세율(%)	25.9	25.3	24.7	24.6	24.6
계속사업이익	3,324	2,627	3,065	3,279	3,516
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,324	2,627	3,065	3,279	3,516
지배순이익	3,142	2,506	2,953	3,099	3,350

주요재무지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
수익성(%)					
ROE	13.0	9.3	10.0	9.9	10.1
ROA	0.68	0.49	0.56	0.56	0.58
순이자마진(NIM)	1.84	1.76	1.68	1.63	1.62
예대금리차(NIS)	1.97	1.76	1.68	1.65	1.64
Cost-income ratio	46.1	45.3	44.7	44.3	44.3
성장 및 효율(%)					
지배주주 순이익 증가율	21.4	(20.2)	17.8	4.9	8.1
대출채권 증가율	2.2	4.2	6.3	5.1	5.1
총전이익 증가율	25.4	0.7	7.6	5.2	4.5
대손비용 증가율	67.7	117.0	(7.5)	1.1	(2.2)
총자산 증가율	7.4	3.6	5.8	4.8	5.1
대출채권/예수금	100.8	100.4	102.6	102.9	103.0
자산건전성(%)					
NPL(고정이하여신) 비율	0.31	0.37	0.55	0.53	0.65
NPL 커버리지 비율	217.6	220.1	171.5	187.8	172.3
자본적정성(%)					
BIS 자기자본 비율	15.3	15.8	15.6	15.9	15.8
보통주자본비율	11.6	12.0	12.1	12.4	12.5
기본자본비율	13.6	14.1	14.0	14.2	14.2

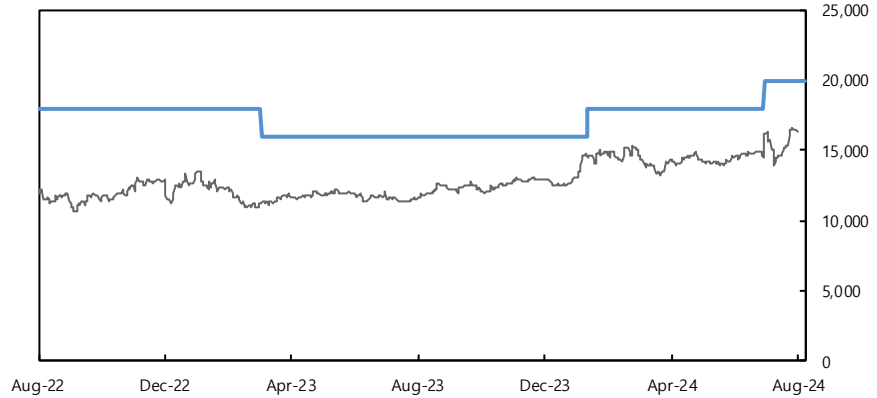
주: K-IFRS (연결) 기준

Valuation

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당 지표(원)					
BPS	35,230	37,313	40,283	43,443	47,117
EPS	4,189	3,159	3,773	4,038	4,465
DPS	1,130	1,000	1,170	1,270	1,400
주가 지표(배)					
PBR	0.33	0.35	0.40	0.37	0.35
PER	2.8	4.1	4.3	4.0	3.6
P/PPE	2.2	2.3	2.7	2.5	2.4
배당수익률(%)	9.8	7.7	7.2	7.8	8.6
배당성향(%)	26.2	29.8	29.4	30.0	30.1
ROE 분해(%)					
ROE	13.0	9.3	10.0	9.9	10.1
레버리지(배)	19.0	18.7	17.8	17.6	17.4
이자부자산 비율	93.5	92.9	91.9	91.4	91.5
순이익/이자부자산	0.73	0.53	0.61	0.61	0.63
순이자이익률	2.08	1.96	1.94	1.89	1.88
비이자이익률	0.27	0.24	0.35	0.37	0.37
대손상각비율	(0.21)	(0.42)	(0.38)	(0.36)	(0.34)
판관비율	(1.08)	(1.00)	(1.02)	(1.00)	(1.00)
기타이익률	(0.33)	(0.25)	(0.28)	(0.28)	(0.28)

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
우리금융지주 (316140)	2022.07.03	매수	18,000원	-33.4	-25.1
	2023.03.30	매수	16,000원	-24.0	-7.8
	2024.02.07	매수	18,000원	-19.9	-15.1
	2024.07.26	매수	20,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2024년 8월 28일 현재 우리금융지주 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 우리금융지주 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2024. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.3%	15.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 증목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.