

우리금융 (053000)

최정욱, CFA
769,3837
cucho@daishin.com

투자이견	Marketperform
	시장수익률, 유지
목표주가	14,000
현재주가	11,950

은행업종

민영화, 성사 가능성은 차치하더라도 소액주주 수혜 여부도 미지수

투자포인트

투자이견 시장수익률, 목표주가 14,000원 유지

- 목표주가는 2013년 추정 BPS 24,470원 대비 목표 PBR 0.6배를 적용해 산출
- 민영화 과정에서의 프리미엄 기대감 크지만 가능성은 차치하더라도 소액주주 수혜 여부 미지수
- 우리금융 민영화 방안 6월말 발표 예정. 최종 방안은 확정되지 않았지만 분리 매각 유력
- 경남은행 · 광주은행 등 지방은행 자회사 매각 및 우투증권 · 우리자산운용 · 우리파이낸셜 등 증권 관련 자회사 매각 후 우리은행도 지주사와 합쳐 매각하는 시나리오 부각 중
- 인수자 부담을 덜어주기 위해 지주사로 인적분할 후 은행지주의 경우 다시 은행으로 전환 예상
- 주주들은 분할된 우리지주, 경남지주, 광주지주 등을 각각 소유하는 형태(전환 가정시 은행 소유)
- 조기민영화 의제에도 불구하고 인적 분할 후 상장 등의 과정이 필요해 법적 절차 검토 필요. 민영화 프로세스를 시작하기 위한 시간도 다소 오래 소요될 전망. 연내 진행될 가능성 적다고 판단

지방은행 자회사 매각에 따른 프리미엄, 소액주주들은 향유하지 못할 가능성 있음

- 경남은행 매각은 경남도민의 지역정서를 고려할 경우 DGB금융이나 BS금융 등 타권역 자본으로 매각할 수 있느냐가 관건. 정치 논리를 배제할 것이라고 했으나 현실적인 어려움은 여전
- 최고가 입찰 원칙에 따라 경남은행 매각가가 높아질 수 있다는 기대감 높지만 소액주주들은 향유하지 못할 공산이 큼. 2012년말 경남은행 순자본은 2.0조원으로 은행으로 전환하는 이유가 인수자의 부담을 덜어주기 위한 것이므로 예보 보유 지분 56.97%만 매각될 개연성이 높음
- 이 경우 소액주주들은 추후 주식교환 등을 통해 DGB금융이나 BS금융 주식으로 교환. 과거 사례를 볼 때 피인수 은행의 주가 하락으로 주식교환비율 등에서 불리하게 작용할 여지 높음
- 광주은행 입찰 흥행 실패가 예상될 경우 경남은행과 패키지로 매각할 수도 있는데 이경우 패키지 은행의 매각가격이 시장 기대보다 낮아질 가능성도 있음

민영화 성공 가능성도 예단하기는 아직 이른 편. 주주가치 제고 가능성 높지 않을 듯

- 금번 매각 방안은 이전에도 검토됐던 방법들로 새로운 방안은 아님. 정권 초기이므로 의지와 추진력이 강할 수 있다는 점은 이전과 다르지만 무조건 성공할 것이라고 예단하기도 쉽지 않은 편
- 지방은행과 증권 자회사 분리 매각 후에 남은 우리은행은 매력도 저하로 매각하기가 더 어려워질 가능성이 있음. 우리금융 총자산의 대부분이 우리은행 총자산이라는 점에서 지방은행 매각으로 설령 소폭의 주주가치 제고 효과가 있다고 하더라도 우리은행 매각이 실패할 경우 전체적인 주주가치 제고 효과는 반감될 수 밖에 없음
- 게다가 기존 우리금융 3대 민영화 원칙 중 조속한 민영화에 중점을 두기로 함에 따라 상대적으로 매각 프리미엄을 기대할 수 있는 공적자금 회수 극대화 원칙은 약화될 수 밖에 없을 전망

2분기 이후 실적 불확실성도 여전

- STX조선 채권단이 신규 자금 지원을 요청했던 STX조선에 3천억원을 신규 지원하기로 했지만 STX조선은 1분기에 약 5,600억원의 적자를 시현해 총자본이 약 5,400억원으로 감소한 상태. 현재 추세라면 2~3분기 중 자본잠식에 진입할 가능성을 배제하기 어려움
- 연체가 발생하지 않을 경우 건전성이 고정비하로 분류되지는 않았지만 자본잠식에 들어갈 경우에는 총당금 적립 방법이 현재의 집합법에서 개별법으로 변경될 가능성이 높음. 이 경우 하반기 중 총당금 부담은 현재보다 현저히 늘어날 수 밖에 없을 전망
- 2분기 중 실시되는 대기업 신용위험 재평가 결과 및 신임 회장 취임에 따른 보수적 건전성 분류 가능성 등에 따라 2분기 실적도 시장 기대치를 하회할 공산이 크다고 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
총영업이익	9,191	8,680	8,135	8,554	9,024
세전이익	3,203	2,291	2,017	2,162	2,284
연결당기순이익	2,156	1,584	1,231	1,370	1,455
EPS (원)	2,675	1,965	1,528	1,700	1,806
증감율 (%)	80.4	-26.6	-22.2	11.3	6.2
Adj. BPS	21,742	23,158	24,470	25,920	27,375
PER (배)	3.5	6.0	7.8	7.0	6.6
PBR (배)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE (%)	13.4	8.8	6.4	6.7	6.8
ROA (%)	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4

자료: 우리금융, 대신증권 리서치센터

표 1. 지방은행 재무제표 현황

(단위: 백만원, %, 배)

	대구은행	부산은행	경남은행	광주은행	대구+경남	부산+경남
총자산 (말잔)	34,126,141	40,111,091	28,946,019	18,625,785	63,072,160	69,057,110
총자산	32,708,780	38,025,922	27,047,743	18,247,206	59,756,523	65,073,665
총수익성자산	29,705,200	34,585,036	25,100,137	17,113,414	54,805,337	59,685,173
총위험가중자산	23,939,979	28,527,250	19,275,625	12,219,581	43,215,604	47,802,875
총대출	22,733,610	26,921,140	20,478,071	12,807,082	43,211,681	47,399,211
유가증권	6,480,445	7,122,461	4,415,681	3,524,498	10,896,126	11,538,142
자기자본 (BS)	2,449,762	2,999,405	1,967,832	1,316,225	4,417,594	4,967,237
순자본 (BS)	2,449,762	2,999,405	1,967,832	1,316,225	4,417,594	4,967,237
자기자본 (BIS)	3,500,040	4,237,729	2,570,504	1,747,355	6,070,544	6,808,233
총수익성자산/총자산	90.8	91.0	92.8	93.8	91.7	91.7
총위험가중자산/총자산	70.5	70.7	67.7	65.2	72.3	73.5
총대출/총자산	69.5	70.8	75.7	70.2	72.3	72.8
유가증권/총자산	19.8	18.7	16.3	19.3	18.2	17.7
총자산/자기자본 (배)	13.4	12.7	13.7	13.9	13.5	13.1
총자산/BIS 자기자본 (배)	9.3	9.0	10.5	10.4	9.8	9.6
자기자본(순)/총자산	7.5	7.9	7.3	7.2	7.4	7.6

주: 2012 년말 기준, 은행 기준

자료: 대신증권 리서치센터

표 2. 지방은행 자본적정성 현황

(단위: %, 백만원)

	대구은행	부산은행	경남은행	광주은행	대구+경남	부산+경남
BIS 기준자기자본비율	14.62	14.86	13.34	14.30	14.05	14.24
기본자본비율	10.89	10.49	8.70	9.65	10.11	9.93
보완자본비율	3.73	4.37	4.70	4.70	3.94	4.31
자기자본합계	3,500,040	4,237,729	2,570,504	1,747,355	6,070,544	6,808,233
기본자본	2,691,205	3,072,107	1,677,031	1,214,093	4,368,236	4,749,138
보완자본	892,715	1,244,982	893,473	568,043	1,786,188	2,138,455
위험가중자산합계	23,939,979	28,527,250	19,275,625	12,219,581	43,215,604	47,802,875

주: 2012 년말 기준, 은행 기준

자료: 대신증권 리서치센터

표 3. 지방은행 수익성 현황

(단위: 백만원 %)

	대구은행	부산은행	경남은행	광주은행	대구·경남	부산·경남
순이자이익	918,456	1,027,172	688,284	492,946	1,606,740	1,715,456
순수수료이익	66,755	80,055	42,354	19,286	109,109	122,409
기타 비이자이익	14,591	-27,558	-101,635	-9,173	-87,044	-129,193
총영업이익	999,802	1,079,669	629,003	503,059	1,628,805	1,708,672
판관비	479,914	491,070	296,082	230,761	775,996	787,152
순영업이익	519,888	588,599	332,921	272,298	852,809	921,520
영업외손익	0	0	0	0	0	0
총당금적립전이익	519,888	588,599	332,921	272,298	852,809	921,520
대손상각비	152,427	127,943	108,352	95,166	260,779	236,295
경상이익	367,461	460,656	224,569	177,132	592,030	685,225
법인세	87,403	108,939	46,148	40,773	133,551	155,087
외부주주지분순이익	0	0	0	0	0	0
지배주주지분순이익	280,058	351,717	178,421	136,359	458,479	530,138
총자산대비						
순이자이익	3.1	3.0	2.7	2.9	2.9	2.9
순수수료이익	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
기타 비이자이익	0.0	-0.1	-0.4	-0.1	-0.2	-0.2
총영업이익	3.4	3.1	2.5	2.9	3.0	2.9
판관비	1.6	1.4	1.2	1.3	1.4	1.3
순영업이익	1.8	1.7	1.3	1.6	1.6	1.5
영업외손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총당금적립전이익	1.8	1.7	1.3	1.6	1.6	1.5
대손상각비	0.5	0.4	0.4	0.6	0.5	0.4
경상이익	1.2	1.3	0.9	1.0	1.1	1.1
법인세	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
외부주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주지분순이익	0.9	1.0	0.7	0.8	0.8	0.9
ROA	0.9	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8
ROE	11.4	11.7	9.1	10.4	10.4	10.7

주: 2012 년말 기준, 은행 기준

자료: 대신증권 리서치센터

표 4. 지방은행 생산성 및 효율성 현황

(단위: 백만원 %)

	대구은행	부산은행	경남은행	광주은행	대구·경남	부산·경남
직원당						
총자산	9,855	11,242	10,777	9,566	10,211	10,991
대출채권	6,897	7,855	8,063	6,616	7,393	7,934
총수신	9,147	10,401	10,044	8,890	9,492	10,196
예수금	7,186	7,875	7,732	6,702	7,378	7,765
점포당						
총자산	137,053	154,869	177,583	121,737	152,394	162,880
대출채권	95,923	108,212	132,865	84,197	110,335	117,579
총수신	127,214	143,288	165,510	113,134	141,672	151,109
예수금	99,937	108,483	127,407	85,289	110,120	115,079
판관비						
Cost-income Ratio	48.0	45.5	47.1	45.9	47.6	46.0
Cost-asset Ratio	1.4	1.2	1.0	1.2	1.2	1.1
예대율						
대출채권/총자산	70.0	69.9	74.8	69.2	72.2	71.9
대출채권/예수금	96.0	99.8	104.3	98.7	99.8	101.7

주: 2012 년말 기준, 은행 기준

자료: 대신증권 리서치센터

표 5. 지방은행 임직원 현황

(단위: 명)

	대구은행	부산은행	경남은행	광주은행	대구+경남	부산+경남
임원	16	15	13	12	29	28
일반직원	2,578	2,859	1,932	1,498	4,510	4,791
책임자	1,379	1,319	863	820	2,242	2,182
행원	1,199	1,540	1,069	678	2,268	2,609
총임직원	2,594	2,884	1,945	1,511	4,539	4,829

주: 2012 년말 기준, 은행 기준

자료: 대신증권 리서치센터

표 6. 지방은행 영업점포 현황

(단위: 개)

	대구은행	부산은행	경남은행	광주은행	대구+경남	부산+경남
국내	247	257	163	153	410	420
지점	198	212	163	124	361	375
출장소	49	45	0	29	49	45
국외	2	2	0	0	2	2
합계	249	259	163	153	412	422

주: 2012 년말 기준, 은행 기준

자료: 대신증권 리서치센터

[Compliance Notice]

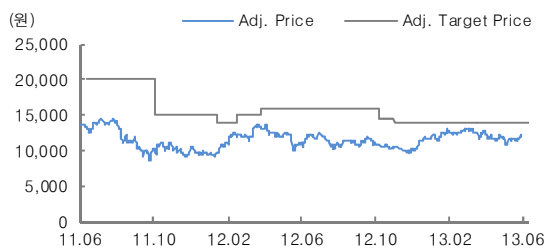
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 최정욱)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

우리금융(053000) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	130603	130505	130501	130404	130103	130101
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	14000	14000	14000	14000	14000	14000
제시일자	121118	121102	121022	121007	120923	120803
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	14000	14000	14500	14500	16000	16000
제시일자	120719	120704	120627	120622	120614	120604
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	16000	16000	16000	16000	16000	16000
제시일자	120517	120503	120409	120328	120226	120216
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	16000	16000	16000	16000	15000	15000

투자등급관련사항

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률):
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상