



우리금융지주 (316140)

보험사 인수로 주주환원 여력은 확대될 전망

Buy(유지)

목표주가 22,000원, 전일 주가(5/2): 17,720원
Analyst 김도하 doha.kim@hanwha.com 3772-7479

동양생명과 ABL생명 인수 승인 득

- 금융위원회는 지난 5월 2일 정례회의를 통해 우리금융지주의 생명보험 2개사(동양, ABL) 자회사 편입을 승인. 우리 금융지주가 제출한 내부통제 개선 및 중장기 자본관리 계획을 충실히 이행하고, 그 실행을 2027년 말까지 매 반기 금융감독원에 보고하는 것이 부대조건
- 우리금융지주는 2개사에 대해 2024년 8월 주식매매 계약을 체결한 바 있음. 언론에 따르면 오는 7월 초 2개사의 주 주총회를 통해 신규 경영진을 선임하고 자회사 편입을 완료할 것으로 보도됨

보험사 인수로 주주환원 여력은 증가할 전망

- 생보 2개사가 우리금융의 재무제표에 연결될 경우, (1)염가매수차익 발생과 (2)연결 지배주주 순이익 증가, (3)CET1 증가, (4) RWA 증가 등이 발생할 것으로 기대됨. 이는 결과적으로 주주환원 여력의 확대에 이어질 전망. 근거는 이하와 같음
- (1)염가매수차익 발생: 지난 8월 공시에 따르면 우리금융의 2개사 합산 취득금액은 1조 5,493억원으로, 2024년 말 기준 2개사의 순자산가치(별도*) 2.2조원을 하회. 명확한 차이는 보험계약에 대한 재측정(2page 참고) 결과에 따라 달라지겠지만, 취득금액과 현재 순자산가치 간의 7,000억원에 가까운 차이가 소멸되지 않는 한 양(+)의 영업권이 발생할 것으로 예상. 우리금융지주는 이러한 염가매수차익을, 자기자본 공제에 포함되지 않는 한, 주주환원 재원에 활용할 것으로 밝힌 바 있음
(*양사 모두 연결과 별도의 주요 항목 차이가 3% 미만인 해당, 계산 편의상 모든 숫자는 별도 기준으로 차용)
- (2)연결 지배주주 순이익 증가: 지분율을 감안한 2개사의 합산 순이익은 2024년 3,385억원으로, 동기간 우리금융 지배 순이익의 11%에 해당
- (3)CET1 증가: 염가매수차익과 지배 순익 증가로 인한 이익잉여금 증가
- (4)RWA 증가: 우리금융의 자기자본 공제 제외 한도(**) 내 범위에서는 투자금액에 대해 위험계수 250%로 RWA에 부과되므로 RWA는 증가
(*시행세칙 [별표 3]에 따르면 자기자본 계산시 규제대상 금융기관 자본에 보통주 10%를 초과하여 투자한 경우 그 금액이 보통주자본에서 차감되나, 보통주자본의 10% 범위까지는 규제대상 금액에서 제외됨)
- 인수 전과 후를 비교하면, 우리금융의 이익은 증가하고 CET1비율은 경우에 따라 변동이 거의 없거나 소폭 하락할 것으로 추정됨. 경우라 함은 앞에 언급한 재측정 결과에 따라 상이해짐

- 사업결합에 대한 회계기준에 따르면, 사업결합에서 취득한 보험계약과 재보험계약은 **새출발 기준(fresh start basis)**에 따라 회계처리해야 함. 이는 모든 자산과 부채를 취득일의 공정가치로 재측정하는 것으로, 2개사의 순자산가치는 기 공시된 과거 재무 데이터와는 달라질 수 있으며 이를 외부에서 추정할 수 없음
- 그럼에도 주주환원의 여력이 확대될 것으로 예상하는 것은 비유기적인 이익 체력 증가가 환원의 재원을 증대할 뿐 아니라, 취득시점의 CET1비율이 하락하더라도 다음 구간의 자본비율(12.5% 이상)에 도달하는 시점을 앞당길 것이기 때문
- 우리금융지주의 주된 투자 포인트 중 하나인 M&A가 승인된 동시에, 또다른 투자 포인트인 배당 매력도는 더욱 높아진 것으로 판단. 업종 내 top picks로 유지함

[표1] 2개사에 대한 주식매매계약상 내용

	단위	동양생명	ABL생명
발행주식수	천 주	161,359	3,107
취득주식수	천 주	121,566	3,107
지분율	%	75.3	100.0
취득가액	십억 원	1,284	265
취득단가	원	10,562	85,415
회사가치 평가액	십억 원	1,704	265

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 생명보험 2개사의 2024년 손익 및 재무상태

(단위: 십억 원)

	동양생명	ABL생명	2개사 단순 합산
보험손익	274	10	284
투자손익	110	123	233
세전이익	382	121	503
당기순이익	310	105	415
기타포괄손익	-1,162	-507	-1,670
지분율* 감안한 순이익	234	105	338
자산총계 (a)	34,578	18,665	53,243
운용자산	32,314	15,951	48,265
부채총계 (b)	32,567	17,960	50,527
책임준비금	30,650	15,119	45,769
CSM	2,672	828	3,500
순자산 (a-b)	2,011	705	2,716
(신종자본증권)	345	0	345
지분율* 감안한 순자산	1,515	705	2,220
취득가액과의 차이	231	440	670

주: *취득 지분율=동양생명 75.34%, ABL생명 100%

자료: 금융감독원, 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표3] Fresh start basis에 따른 보험부채 변동 시, 순자산가치 및 영업권 변화 추정 (단위: 십억 원)

	동양생명	ABL생명	2개사 단순 합산
Case (1). 책임준비금 일부 증가			
책임준비금 가경	30,917	15,202	46,119
순자산	1,743	622	2,365
지분을 감안한 순자산	1,313	622	1,936
취득가액과의 차이	29	357	386
(2)책임준비금 일부 감소 시			
책임준비금 가경	30,383	15,036	45,419
순자산	2,278	788	3,066
지분을 감안한 순자산	1,716	788	2,504
취득가액과의 차이	432	522	954

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 표 3의 Case (1) vs. Case (2) 비교

순자산가치	Case (1)	<	Case (2)
염가매수차익	Case (1)	<	Case (2)
보험 자회사의 미래이익	Case (1)	>	Case (2)
우리금융의 CET1 비율	Case (1)	>	Case (2)

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 제 1103 호 사업결합 기준서 내용

보험계약과 재보험계약의 인식, 분류 및 측정지침(주18)

(주18) 2017년 5월에 공표된 IFRS 17은 IFRS 4를 대체하였다. 사업결합으로 취득한 **보험계약**에 관한 요구사항은 IFRS 17에 있으며 IFRS 17의 결론도출 근거 문단 BC323-BC327에서 논의되고 있다.

- **BC189** SFAS 141(R)에서는 주로 그 밖의 보험 관련 기준서들의 개정을 통해 사업결합에서 취득하거나 인수한 **보험계약**과 재 **보험계약**에 대한 구체적인 지침을 제공한다. 문단 BC190-BC195에서는 이러한 지침에 대해 논의하고 있다. 문단 BC196에서는 사업결합에서 **보험계약**에 대한 인식과 측정에 관한 IASB의 지침에 대해서 논의하는 데, 이러한 지침은 IFRS 4에서 제공하고 있다.
- **BC190** FASB는 사업결합에서 취득한 **보험계약**과 재 **보험계약**은 새출발 (새로운 계약) 기준(fresh start basis)에 따라 회계처리하여야 한다고 결정하였다. 따라서 사업결합에서 취득한 **보험계약**과 재 **보험계약**의 권리와 의무에서 발생한 모든 자산과 부채는 취득일에 인식하고 취득일의 공정가치로 측정한다. 인식과 측정은 회수할 수 있는 재보험, 취득한 계약의 만기가 도래하지 않은 부분에 대한 미래 계약 보험금과 보험금 관련 비용을 지급하기 위한 부채, 그리고 발생한 계약 보험금과 보험금 관련 비용을 지급하기 위한 부채를 포함할 것이다. 그러나 이러한 취득 자산과 인수 부채에는 이연신계약비와 미경과보험료와 같이 미래현금흐름을 나타내지 않는 피취득자의 **보험계약**, 재 **보험계약** 계정을 포함하지 않는다. FASB는 그러한 모형이 취득법과 사업결합에서 취득한 기타 유형의 계약의 회계처리와 가장 일관된다고 생각한다.

자료: 한국회계기준원, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

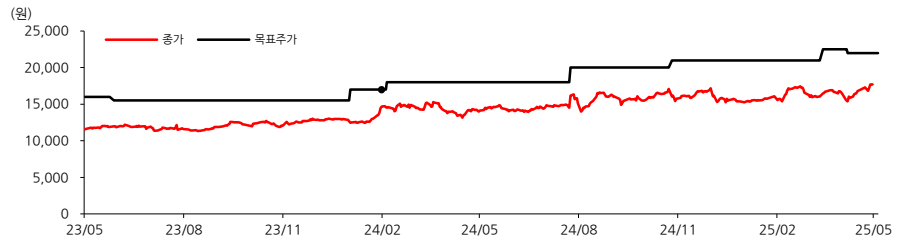
(공표일: 2025년 5월 7일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김도하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[우리금융지주 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.05.30	2023.06.30	2023.07.07	2023.07.28	2023.10.10	2023.10.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500	15,500
일 시	2024.01.04	2024.02.07	2024.03.14	2024.04.12	2024.05.07	2024.07.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	17,000	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000
일 시	2024.07.26	2024.10.04	2024.10.28	2024.11.11	2024.12.05	2025.01.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	20,000	20,000	21,000	21,000	21,000	21,000
일 시	2025.02.10	2025.02.28	2025.03.17	2025.03.28	2025.04.09	2025.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	21,000	21,000	22,500	22,500	22,000	22,000
일 시	2025.04.28	2025.05.07				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	22,000	22,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.30	Buy	15,500	-21.59	-15.87
2024.01.04	Buy	17,000	-23.01	-13.24
2024.02.07	Buy	18,000	-19.86	-15.06
2024.07.26	Buy	20,000	-20.84	-14.60
2024.10.28	Buy	21,000	-23.36	-17.05
2025.03.17	Buy	22,500	-26.39	-24.76
2025.04.09	Buy	22,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%