

우리금융 (316140)

PER 3.9배에 배당수익률 7%. 이사회 독립성도 부각

저원가성예금의 대폭적인 증가로 NIM 하락 폭 3bp에 그쳐

우리금융에 대한 투자자의견 매수와 목표주가 16,000원을 유지. 4분기 순이익은 2,383억원으로 전년동기대비 106% 증가했지만 우리예상치를 하회. 예상을 하회한 배경은 명예퇴직비용 등 판관비 증가와 DLF 관련 손실 인식 규모(800억원)가 컸기 때문. 그 밖의 일회성 요인으로서는 롯데카드 20% 인수 관련 여가매수 차익 600억원, 비화폐성 외화환산손실 200억원, 충당금 모형 변경에 따른 충당금 환입 530억원 등임. 4분기 총대출이 2.1% 감소했지만 은행 NIM은 1.37%로 3bp 하락에 그쳐 은행 중 가장 양호. 대출 감소 효과뿐만 아니라 저원가성예금이 전분기 대비 9.3조원(+9.8%)이나 급증하는 등 조달비용 감소 효과가 컸기 때문. 저원가성예금 증가는 주로 개인자금인데 DLF 사태에 따른 반사 효과인 듯. 한편 2019년 주당배당금은 700원으로 전일 증가 기준 배당수익률은 무려 6.8%. 반면 PER은 3.9배에 불과하다는 점에서 배당만으로도 현저한 투자매력 보유

과점주주체제 이사회 독립성과 지배구조 안정화 측면 부각될 듯

우리금융 이사회는 DLF 사태로 감독당국으로부터 중징계를 확정 통보받을 것으로 예상되는 현 회장의 연임에 큰 이견없이 확고한 지지를 표명한 것으로 알려짐. 따라서 향후 소송 진행 등 감독당국과의 마찰 가능성이 주가에 부담으로 작용할 수 있다는 우려 확산 중. 내부등급법 승인 및 대주주적격성 심사 승인 어려움 등으로 M&A에 차질을 빚을 수도 있기 때문. 다만 만약 상황이 그렇게 전개된다고 하더라도 과점주주 체제에서의 이사회 독립성과 지배구조 안정화 측면이 부각되며 중장기적으로는 주주가치 제고 효과가 클 것으로 판단. 우리금융은 과거 취약한 지배구조와 관치 논란 등이 대기업 신용리스크 확대 등을 야기하면서 자산건전성 악화가 수차례 반복되었던 사례들이 아직도 투자자들 사이에서는 트라우마로 작용하고 있기 때문

압도적인 배당수익률 지속 전망. 지금은 저가매수 기회

DLF 사태 제재에 따른 사모펀드 판매 중지 등 은행 수수료이익 부진이 예상됨에 따라 2020년 추정 순이익은 약 1.9조원으로 2019년 수준이 유지되겠지만 배당성향 확대로 DPS는 계속 상승 예상. 과점주주들의 배당확대 의지가 매우 높기 때문. 2020년 예상 배당수익률도 7.1%로 은행 중 월등히 탁월. 반면 최근 주가는 업종평균을 크게 초과하락한만큼 지금은 저가매수 기회

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 16,000원 | CP(2월 7일): 10,300원

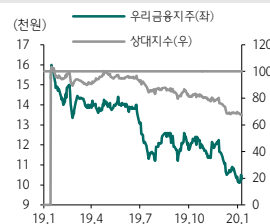
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,211.95
52주 최고/최저(원)	16,000/10,100
시가총액(십억원)	7,439.4
시가총액비중(%)	0.62
발행주식수(천주)	722,267.7
60일 평균 거래량(천주)	1,918.5
60일 평균 거래대금(십억원)	21.7
19년 배당금(예상, 원)	700
19년 배당수익률(예상, %)	6.03
외국인지분율(%)	30.12
주요주주 지분율(%)	
예금보험공사	17.25
국민연금공단	7.89
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.2) (14.9) 0.0
상대	(8.7) (26.5) 0.0

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	2,826.5	2,835.8
순이익(십억원)	2,121.8	2,106.0
EPS(원)	2,898	2,572
BPS(원)	30,597	32,752

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019	2020F	2021F
총영업이익	십억원	6,473	6,697	6,942	7,266	7,573
세전이익	십억원	1,948	2,790	2,767	2,811	2,913
지배순이익	십억원	1,512	2,019	1,904	1,908	1,982
EPS	원	2,237	2,987	2,637	2,643	2,746
(증감률)	%	19.9	33.5	-11.7	0.2	3.9
수정BPS	원	30,210	32,139	29,612	32,254	35,000
DPS	원	600	650	700	730	780
PER	배	7.0	5.2	4.4	3.9	3.8
PBR	배	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
ROE	%	7.4	9.6	8.8	8.5	8.1
ROA	%	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
배당수익률	%	3.8	4.2	6.0	7.1	7.6



Analyst 최정욱, CFA
02-3771-3643
cuchoi@hanafn.com

RA 강승원
02-3771-3454
seungwonkang@hanafn.com

표 1. 우리금융 2019년 4분기 실적 요약

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	(QoQ)	(YoY)
순이자이익	1,367	1,397	1,433	1,454	1,455	1,476	1,486	1,477	-0.6	1.6
순수수료이익	305	298	266	252	275	285	281	262	-6.7	3.8
당기손익인식상품이익	0	0	0	0	0	0	0	0	NA	NA
기타비이자이익	11	-33	-31	-22	-4	56	-39	-67	NA	NA
총영업이익	1,683	1,663	1,667	1,684	1,725	1,817	1,727	1,672	-3.2	-0.7
판관비	740	828	819	1,238	831	864	880	1,190	35.1	-3.9
총전영업이익	944	835	849	446	894	953	847	482	-43.0	8.1
영업외이익	-15	9	60	-8	-8	26	11	-57	NA	NA
대손상각비	122	-152	83	276	60	77	187	57	-69.8	-79.5
세전이익	806	995	826	162	826	902	670	369	-45.0	127.1
법인세비용	212	274	221	43	211	245	136	108	-20.9	151.8
비지배주주지분이익	5	6	7	4	46	46	48	23	-53.0	508.1
당기순이익	590	716	598	116	569	611	486	238	-51.0	105.8

주: 연결 기준

자료: 하나금융투자

표 2. 우리금융 4분기 실적 항목별 특이 요인

항목	주요내용
순수수료이익	자산관리수수료 전분기대비 100 억원 감소, 신용카드수수료 120 억원 감소
기타비이자이익	비화폐성 외화환산손실 200 억원(주로 신종자본증권 관련)
판관비	은행 명예퇴직비용 1,480 억원(400 명), 은행 PS 1,000 억원
영업외이익	DLF 관련 손실 인식 800 억원, 롯데카드 영가매수차익 600 억원, 지분법 손실 300 억원 내외
대손상각비	총당금 모형 변경 승인에 따른 RC 값 변경으로 총당금 530 억원 환입
비지배주주지분이익	은행 보유 신종자본증권 회계처리 변경에 따른 효과 230 억원

자료: 하나금융투자

그림 1. 우리은행 부문별 대출성장률 추이

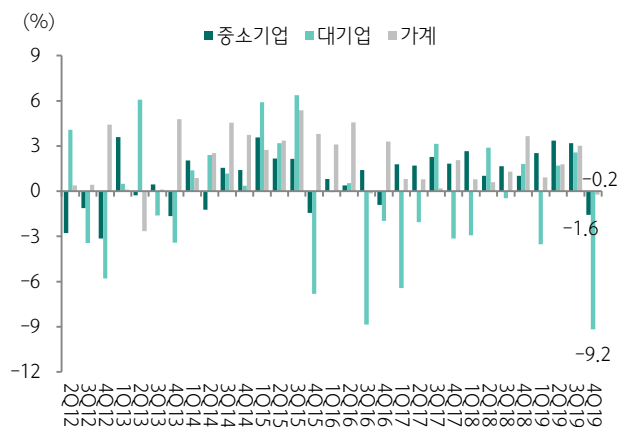


그림 2. 순이자마진 추이

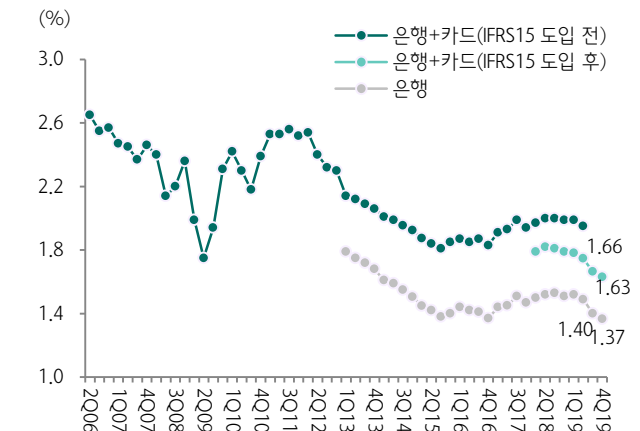
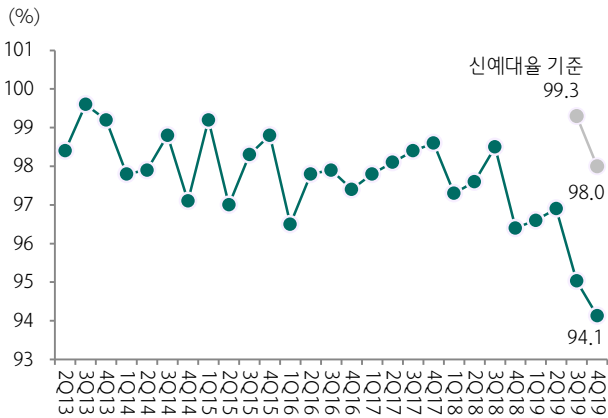


그림 3 우리은행 예대율 추이



자료: 하나금융투자

그림 4. 우리은행 예수금 추이

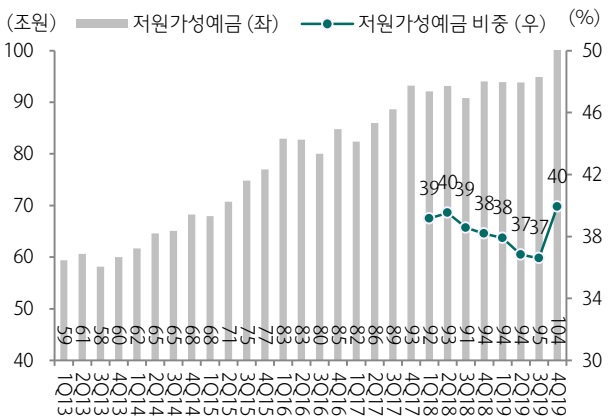
(단위: 조원, %)

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	QoQ	YoY
예수금	272.5	273.2	283.5	290.3	290.6	0.1	6.6
원화예수금	246.3	247.7	254.7	259.3	261.1	0.7	6.0
저원가성예금	94.0	93.9	93.8	94.9	104.2	9.8	10.8
핵심예금	75.1	73.1	75.2	76.9	82.1	6.8	9.4
MMDA (기업)	19.0	20.8	18.6	18.0	22.1	22.6	16.5
저축성예금	121.3	122.8	128.6	135.2	129.9	-3.9	7.1
정기예금	114.0	115.7	121.5	127.8	122.3	-4.3	7.3
시장성예금	6.5	6.7	6.3	2.8	1.0	-64.5	-84.8
차입금	6.5	6.7	7.0	7.2	7.4	2.9	14.7
사채	18.1	17.7	19.0	19.3	18.5	-3.9	2.6
외화예수금	26.2	25.5	28.8	30.9	29.5	-4.6	12.6

주: 말잔 기준

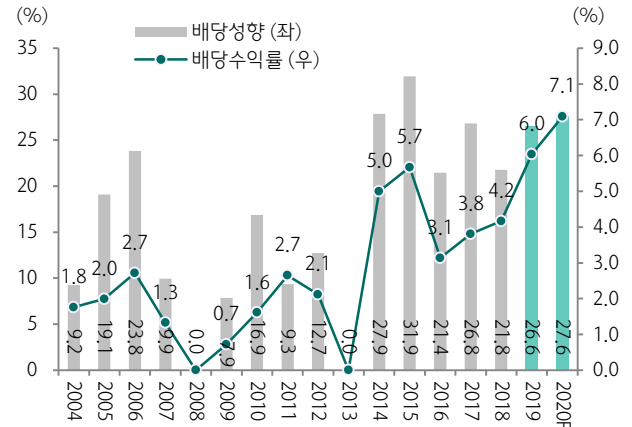
자료: 하나금융투자

그림 5. 우리은행 저원가성예금 및 저원가성예금 비중 추이



자료: 하나금융투자

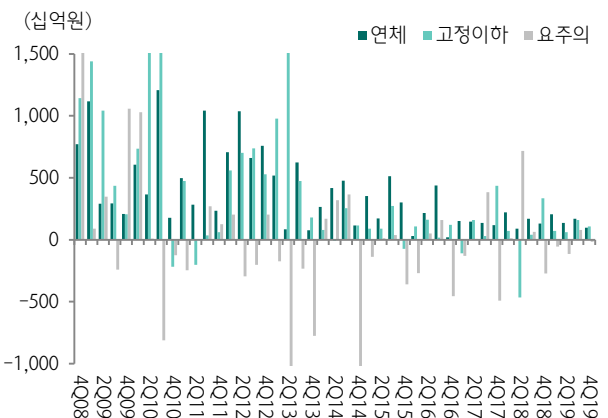
그림 6. 우리은행 및 우리금융 배당성향 및 배당수익률 추이 및 전망



주: 배당수익률은 각 년도말 총가 기준, 2020F 배당수익률은 2020년 2월 7일 총가 기준, 배당성향은 표면 순익 대비

자료: 하나금융투자

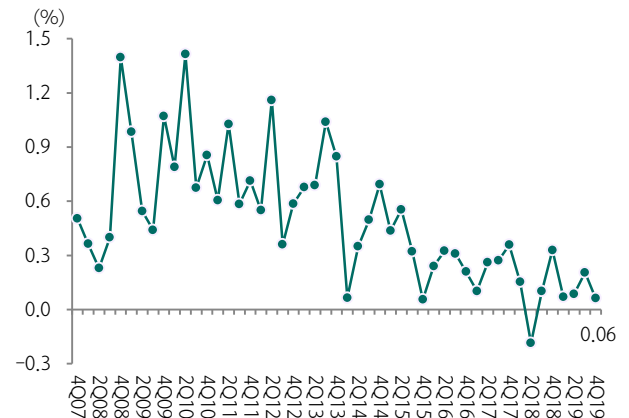
그림 7. 우리은행 실질 연체 및 고정이여신 순증액 추이



주: 매상각전 실질 순증액 기준

자료: 하나금융투자

그림 8. 우리금융 총자산대비 대손비용률 추이



주: 분기 연율화 기준, 그룹 연결 기준

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
순이자이익	5,221	5,651	5,894	5,900	6,131
순수수료이익	1,070	1,121	1,103	1,137	1,194
당기손익인식상품이익	0	0	0	0	0
비이자이익	182	-74	-55	228	247
총영업이익	6,473	6,697	6,942	7,266	7,573
일반관리비	3,531	3,624	3,766	3,709	3,820
순영업이익	2,942	3,074	3,176	3,557	3,752
영업외손익	-208	46	-28	-7	-3
총당금적립잔이익	2,734	3,119	3,147	3,550	3,749
제당금적립잔이익	785	329	380	739	836
경상이익	1,948	2,790	2,767	2,811	2,913
법인세전순이익	1,948	2,790	2,767	2,811	2,913
법인세	419	749	700	720	747
총당기순이익	1,529	2,040	2,067	2,091	2,166
외부주주지분	17	21	163	183	184
연결당기순이익	1,512	2,019	1,904	1,908	1,982

Dupont Analysis (단위: %)					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
순이자이익	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6
순수수료이익	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
당기손익인식상품이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비이자이익	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
총영업이익	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
판매비	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
총잔영업이익	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
영업외이익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
대손상각비	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2
세전이익	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
법인세비용	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
비자비지분이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5

Valuation					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (원)	2,237	2,987	2,637	2,643	2,746
BPS (원)	30,210	32,139	29,837	32,480	35,226
실질BPS (원)	30,210	32,139	29,612	32,254	35,000
PBR (x)	7.0	5.2	4.4	3.9	3.8
PBR (x)	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
수장PBR (x)	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
배당률 (%)	12.0	13.0	14.0	14.6	15.6
배당수익률 (%)	3.8	4.2	6.0	7.1	7.6

자료: 하나금융투자

재무상태표 (단위: 십억원)					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
현금 및 예치금	6,908	6,713	6,450	7,907	9,006
유가증권	38,362	47,492	56,933	53,944	56,249
대출채권	267,106	282,424	293,712	303,482	315,221
고정자산	2,478	2,441	3,345	3,892	3,999
기타자산	1,497	1,366	1,654	1,571	1,650
자산총계	316,351	340,435	362,093	370,797	386,126
예수금	234,695	248,691	264,716	279,070	289,881
책임준비금	0	0	0	0	0
차입금	14,785	16,203	18,999	19,310	20,072
사채	27,870	28,726	30,858	23,737	24,674
기타부채	18,381	24,873	21,999	21,249	22,087
부채총계	295,731	318,493	336,571	343,367	356,714
자본금	3,381	3,381	3,611	3,611	3,611
보통주자본금	3,381	3,381	3,611	3,611	3,611
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	286	286	626	626	626
이익잉여금	15,620	17,111	18,556	20,464	22,447
자본조정	1,134	948	-2,249	-2,249	-2,249
(자기주식)	0	0	-163	-163	-163
외부주주지분	199	216	3,980	3,980	3,980
자본총계	20,621	21,942	25,522	27,430	29,412
자본총계(외부주주지분제외)	20,422	21,726	21,542	23,450	25,433

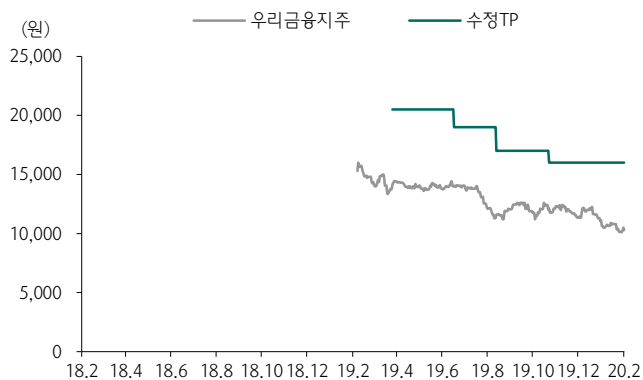
성장성 (단위: 원, 배, %)					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
총자산 증가율	1.8	7.6	6.4	2.4	4.1
총대출 증가율	3.4	5.7	4.0	3.3	3.9
총수신 증가율	6.2	6.0	6.4	5.4	3.9
당기순이익 증가율	19.9	33.5	-5.7	0.2	3.9

효율성/생산성 (단위: %)					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
대출금/예수금	113.8	113.6	111.0	108.7	108.7
판매비/총영업이익	54.5	54.1	54.3	51.0	50.4
판매비/수익성자산	1.3	1.3	1.1	1.0	1.0

수익성 (단위: %)					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
ROE	7.4	9.6	8.8	8.5	8.1
ROA	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
ROA (총당금전)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

우리금융



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.30	BUY	16,000		
19.8.20	BUY	17,000	-29.22%	-25.88%
19.6.24	BUY	19,000	-29.84%	-25.79%
19.4.2	BUY	20,500	-31.52%	-29.51%
19.4.2	담당자변경			

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 7일

Compliance Notice

- 당사는 하나금융지주의 계열사입니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정옥)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 2월 10일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정옥)는 2020년 2월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.