

우리금융 (316140)

대출성장과 맞바꾼 NIM

2020년 감익 여부는 내부등급법 승인과 캐피탈 인수에 좌우

우리금융에 대한 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가를 기존 17,000원에서 16,000원으로 5.9% 하향. 목표가 하향 배경은 3분기 실적이 기대치를 하회한 점과 NIM 하락 영향 등을 감안해 2019년과 2020년 이후의 이익추정치를 하향했기 때문. 우리금융 3분기 순익은 전분기대비 20.5% 감소한 4,860억원으로 컨센서스를 하회. 국세청 소송 관련 일회성 법인세 환급이 450억원 있었지만 충당금 환입 요인이 소멸되면서 대손비용이 1,870억원으로 다소 큰폭 증가했고, 판관비도 예상을 상회했으며 대출채권 매각익이 거의 발생하지 않으면서 비이자이익도 부진했기 때문. 특히 NIM이 9bp나 하락해 마진에 대한 우려도 커진 상황. 2020년 추정 순익은 1,9조원으로 2019년 2.0조원 대비 약 4.4% 감소할 것으로 예상되는데 내년 1분기 중 그룹 내부등급법 승인 및 이후 아주캐피탈 인수 여부에 따라 약 700~800여억원 정도의 이익이 추가 개선될 여지는 있음. 이 경우 2조원 순익 달성도 가능할 것으로 판단됨

3분기 NIM 9bp 급락했지만 하락 폭은 점차 둔화될 전망

은행 NIM은 1.40%로 전분기대비 9bp나 하락해 하락 폭이 매우 컸는데 3분기 중 총대출이 3.0%나 증가하면서 조달 부담이 커졌기 때문. 예대율을 낮추기 위해 CD 등의 시장성예금을 3.5조원(-56%)이나 축소시킨 점도 한 배경. 반면 금리 하락에 따른 NIM 하락 폭은 3~4bp에 그쳤던 것으로 추정됨. 3분기 예대율은 95.0%, 신예대율 기준으로는 99.3%로 규제 변화에 미리 대비한 상황으로 판단. 3분기 마진 급락이 대출성장과 예대율 규제 대비에 주로 기인한 것인데다 최근 시중금리가 다시 상승세에 있으며 4분기 이후에는 대출성장률을 크게 약화시킬 것으로 예상되는 만큼 향후 NIM 하락 폭은 점차 둔화될 전망. 4분기 -3bp, 내년 상반기 중 -3~4bp 추가 하락 예상


주식수 증가에도 불구하고 적어도 DPS는 유지될 것으로 예상

은행 배당 확대를 요구하는 시장의 목소리들이 크고, 예보와 과점주주 등 주주구성을 고려할 경우 주식수 확대에도 불구하고 올해 DPS가 2018년 650원 대비 낮아질 공산은 크지 않은 편. 잔여 자사주 1.8% 또한 대만 푸본그룹으로의 4.0% 매각 때와 마찬가지로 시장에 매물화될 가능성 역시 높지 않다고 판단

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 16,000원 | CP(10월 29일): 12,100원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,092.69		
52주 최고/최저(원)	16,000/11,200	매출액(십억원)	N/A N/A
시가총액(십억원)	8,739.4	영업이익(십억원)	2,897.7 2,836.0
시가총액비중(%)	0.73	순이익(십억원)	2,153.5 2,102.6
발행주식수(천주)	722,267.7	EPS(원)	2,947 2,611
60일 평균 거래량(천주)	1,761.9	BPS(원)	29,413 31,565
60일 평균 거래대금(십억원)	21.4		
19년 배당금(예상, 원)	650	Stock Price	
19년 배당수익률(예상, %)	5.37		
외국인지분율(%)	31.14		
주요주주 지분율(%)			
예금보험공사	17.25		
국민연금	7.89		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	0.0 (13.6) 0.0		
상대	(2.0) (8.5) 0.0		

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
총영업이익	십억원	6,473	6,697	7,063	7,370	7,701
세전이익	십억원	1,948	2,790	2,907	2,843	2,968
지배순이익	십억원	1,512	2,019	2,012	1,924	2,015
EPS	원	2,237	2,987	2,787	2,665	2,791
(증감률)	%	19.9	33.5	-6.7	-4.4	4.7
수정BPS	원	30,210	32,139	29,125	31,790	34,582
DPS	원	600	650	650	650	700
PER	배	7.0	5.2	4.3	4.5	4.3
PBR	배	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
ROE	%	7.4	9.6	9.4	8.7	8.4
ROA	%	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
배당수익률	%	3.8	4.2	5.4	5.4	5.8



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

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

표 1. 우리금융 2019년 3분기 실적 요약

(단위: 십억원, %)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	(QoQ)	(YoY)
순이자이익	1,319	1,367	1,397	1,433	1,454	1,455	1,476	1,486	0.6	3.7
순수수료이익	256	305	298	266	252	275	285	281	-1.6	5.6
당기손익인식상품이익	0	0	0	0	0	0	0	0	NA	NA
기타비이자이익	-52	11	-33	-31	-22	-4	56	-39	NA	NA
총영업이익	1,523	1,683	1,663	1,667	1,684	1,725	1,817	1,727	-5.0	3.6
판관비	884	740	828	819	1,238	831	864	880	1.9	7.5
총전영업이익	639	944	835	849	446	894	953	847	-11.2	-0.3
영업외이익	-208	-15	9	60	-8	-8	26	11	-57.5	-81.7
대손상각비	284	122	-152	83	276	60	77	187	144.6	125.9
세전이익	147	806	995	826	162	826	902	670	-25.7	-18.8
법인세비용	10	212	274	221	43	211	245	136	-44.4	-38.5
비지배주주지분이익	3	5	6	7	4	46	46	48	3.6	587.0
당기순이익	134	590	716	598	116	569	611	486	-20.5	-18.7

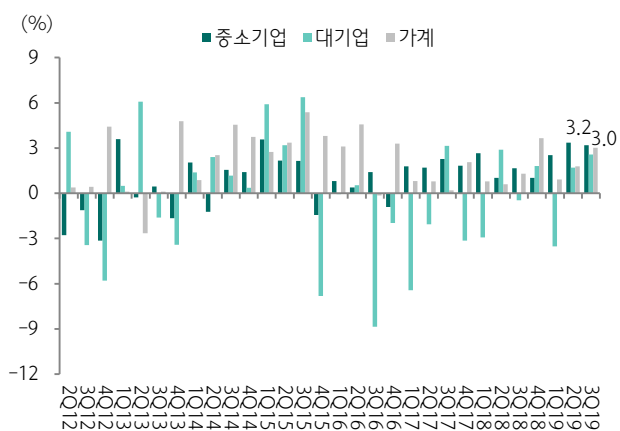
주: 연결 기준
자료: 하나금융투자

표 2. 우리금융 3분기 실적 항목별 특이 요인

항목	주요내용
순수수료이익	자산관리수수료 전분기대비 130 억원 감소, 신용카드수수료 50 억원 증가, 기타수수료 40 억원 증가
기타비이자이익	2분기 대출채권 매각익 530 억원 소멸, 여수신 증가로 예보료·기보료 100 억원 증가
판관비	주식이전 관련 증권거래세 120 억원, 자산운용사 편입 관련 인건비 증가, 9월 성과급 지급
대손상각비	추가 총당금 225 억원(대우조선 100 억원, 현대상선 125 억원)
법인세비용	국세청 소송 승소 법인세 환급 450 억원
비지배주주지분이익	은행 보유 신종자본증권 회계처리 변경에 따른 효과 480 억원

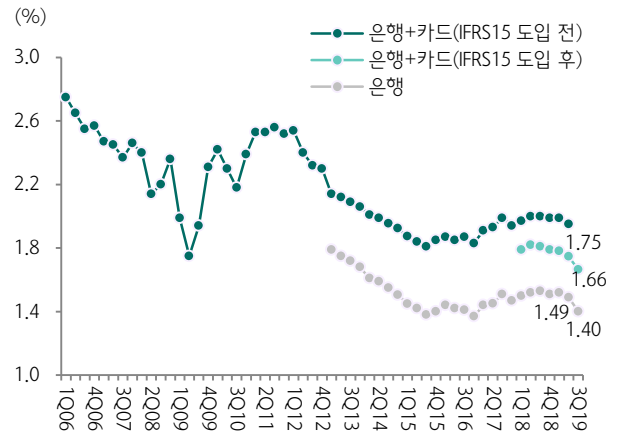
자료: 하나금융투자

그림 1. 우리은행 부문별 대출성장률 추이



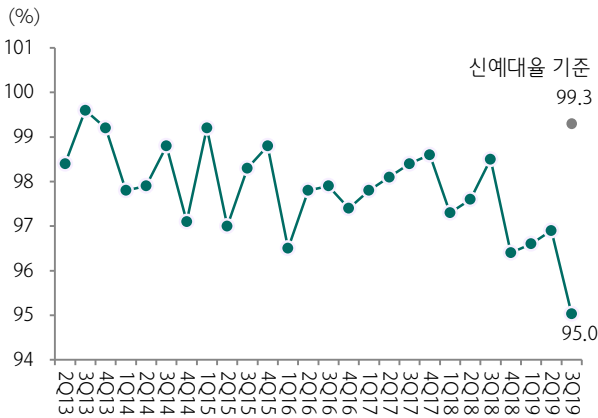
주: 전분기대비 성장률 기준
자료: 하나금융투자

그림 2. 순이자마진 추이



주: 분기 기준 기준
자료: 하나금융투자

그림 3 우리은행 예대율 추이



자료: 하나금융투자

그림 4. 우리은행 예수금 추이

(단위: 조원, %)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	QoQ
예수금	261.1	272.5	273.2	283.5	290.3	2.4
원화예수금	235.5	246.3	247.7	254.7	259.3	1.8
저원가성예금	90.8	94.0	93.9	93.8	94.9	1.2
핵심예금	70.9	75.1	73.1	75.2	76.9	2.2
MMDA (기업)	19.9	19.0	20.8	18.6	18.0	-2.9
저축성예금	115.9	121.3	122.8	128.6	135.2	5.1
정기예금	107.6	114.0	115.7	121.5	127.8	5.1
시장성예금	4.6	6.5	6.7	6.3	2.8	-56.0
차입금	6.8	6.5	6.7	7.0	7.2	3.2
사채	17.4	18.1	17.7	19.0	19.3	1.7
외화예수금	25.7	26.2	25.5	28.8	30.9	7.6

주: 말잔 기준
자료: 하나금융투자

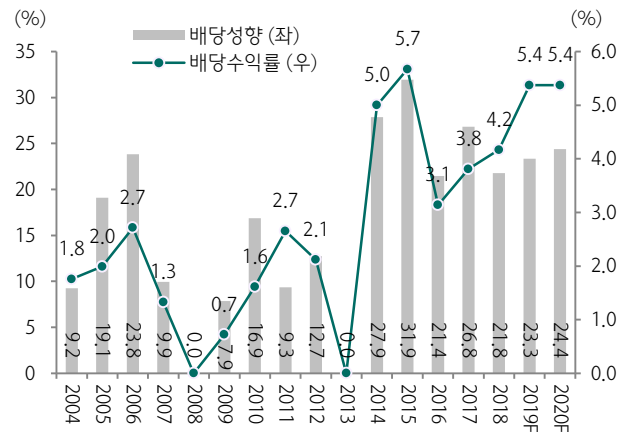
그림 5. 우리은행 부문별 수익비용률 추이

(단위: %)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
이자부자산	3.02	3.04	3.12	3.09	2.95
원화대출금	3.22	3.26	3.33	3.31	3.18
외화대출금	3.03	3.11	3.37	3.30	3.05
이자부부채	1.52	1.58	1.65	1.65	1.60
원화예수금	1.41	1.46	1.53	1.53	1.49
외화예수금	0.98	1.12	1.31	1.31	1.17
원화차입금	1.45	1.45	1.49	1.49	1.43
외화차입금	2.18	2.31	2.52	2.38	2.19
원화사채	2.35	2.38	2.42	2.37	2.33
외화사채	4.21	4.22	4.04	4.20	3.81
순이자마진 (NIM)	1.53	1.51	1.52	1.49	1.40
원화 NIM	1.59	1.57	1.57	1.55	1.46
외화 NIM	0.96	0.96	1.01	1.00	0.90

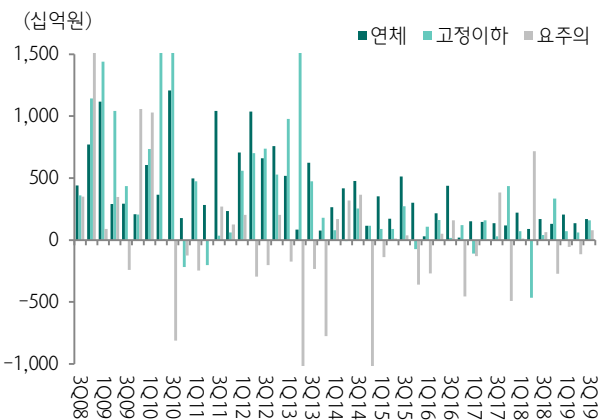
주: 누적이 아닌 분기 기준 수익비용률 기준
자료: 하나금융투자

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



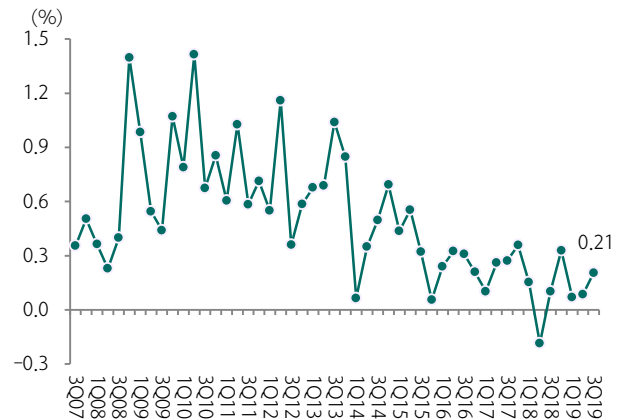
주: 배당수익률은 2019년 10월 22일 종가 기준, 배당성향은 표면 순익 대비
자료: 하나금융투자

그림 7. 우리은행 실질 연체 및 고정이하인 순중액 추이



주: 매상각전 실질 순중액 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	5,887	5,944	6,206
순수수료이익	1,070	1,121	1,115	1,171	1,230
당기손익인식상품이익	0	0	0	0	0
비이자이익	182	-74	61	254	265
총영업이익	6,473	6,697	7,063	7,370	7,701
일반관리비	3,531	3,624	3,545	3,595	3,737
순영업이익	2,942	3,074	3,518	3,775	3,963
영업외손익	-208	46	45	-7	-3
충당금추감이익	2,734	3,119	3,563	3,768	3,960
제충당금잔입액	785	329	656	926	992
경상이익	1,948	2,790	2,907	2,843	2,968
법인세전순이익	1,948	2,790	2,907	2,843	2,968
법인세	419	749	707	729	762
충당기순이익	1,529	2,040	2,200	2,113	2,206
외부주주지분	17	21	188	189	191
연결당기순이익	1,512	2,019	2,012	1,924	2,015

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	1.0	1.0	1.0
충잔영업이익	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
영업외이익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
대손상각비	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3
세전이익	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
법인세비용	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
비지배주주이익	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
당기순이익	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5

Valuation					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (원)	2,237	2,987	2,787	2,665	2,791
BPS (원)	30,210	32,139	29,351	32,016	34,807
실질BPS (원)	30,210	32,139	29,125	31,790	34,582
PBR (x)	7.0	5.2	4.3	4.5	4.3
PBR (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
수장PBR (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
배당률 (%)	12.0	13.0	13.0	13.0	14.0
배당수익률 (%)	3.8	4.2	5.4	5.4	5.8

자료: 하나금융투자

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
현금및예치금	6,908	6,713	10,245	11,275	12,645
유가증권	38,362	47,492	43,610	45,975	48,458
대출채권	267,106	282,424	292,960	305,243	318,079
고장자산	2,478	2,441	3,542	3,570	3,599
기타자산	1,497	1,366	10,803	11,127	11,460
자산총계	316,351	340,435	361,158	377,189	394,240
예수금	234,695	248,691	264,156	275,429	287,223
책임준비금	0	0	0	0	0
차입금	14,785	16,203	16,852	17,585	18,352
사채	27,870	28,726	29,962	31,265	32,629
기타부채	18,381	24,873	25,560	26,357	27,469
부채총계	295,731	318,493	336,530	350,637	365,673
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	619	619	619
이익잉여금	15,620	17,111	18,651	20,576	22,591
자본조정	1,134	948	-2,189	-2,189	-2,189
(자기주식)	0	0	-163	-163	-163
외부주주지분	199	216	3,437	3,437	3,437
자본총계	20,621	21,942	24,628	26,552	28,567
자본총계(외부주주지분제외)	20,422	21,726	21,191	23,115	25,131

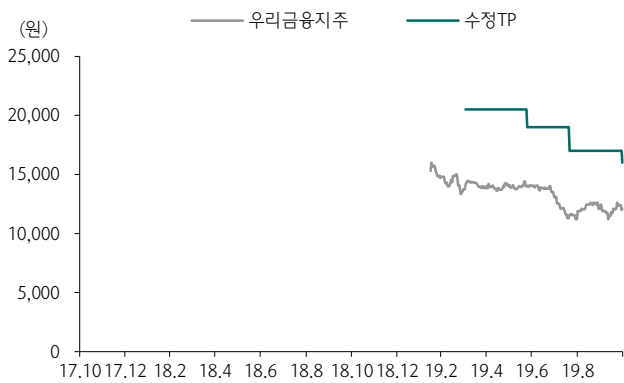
성장성	(단위: 원, 배, %)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
총자산 증가율	1.8	7.6	6.1	4.4	4.5
총대출 증가율	3.4	5.7	3.7	4.2	4.2
총수신 증가율	6.2	6.0	6.2	4.3	4.3
당기순이익 증가율	19.9	33.5	-0.4	-4.4	4.7

효율성/생산성	(단위: %)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
대출금/예수금	113.8	113.6	110.9	110.8	110.7
판매비/총영업이익	54.5	54.1	50.2	48.8	48.5
판매비/수익성장자산	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1

수익성	(단위: %)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
ROE	7.4	9.6	9.4	8.7	8.4
ROA	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
ROA (총당금전)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0

투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

우리금융



날짜	투자이전	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 투자이전 비율공시

- 투자이전의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	90.2%	9.8%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 29일

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 2019년 10월 30일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정옥)는 2019년 10월 30일 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.