



하나금융그룹

2020년 10월 26일 | Equity Research

우리금융 (316140)

아주캐피탈 인수는 반등 모멘텀으로 작용할 것

아주캐피탈 인수로 ROE 제고 효과 기대. 인수가 적절 판단

우리금융에 대한 투자의견 매수와 목표주가 11,000원을 유지. 전일 우리금융 이사회는 웰투시인베스트가 보유한 아주캐피탈 42,605,000주(지분율 74.04%)를 5,724억원에 취득하기로 결의. 주당 인수가는 13,435원이며 6월말 장부가 대비 약 0.93 배에 인수하는 셈. 아주캐피탈의 최근 3개년 평균 ROE는 약 13.5%로 수익성과 경영권 프리미엄 등을 감안하면 인수가는 비교적 적절했다고 판단. 아주캐피탈은 우리금융그룹으로 편입되면서 신용등급 상향에 따른 조달비용 감소가 예상되고, 우리금융은 카드 외에 이익기여도가 높은 비은행계열사가 별로 없는 상황에서 캐피탈 인수로 이익다각화와 통합마케팅 등에 따른 시너지 효과 등이 기대된다는 점에서 긍정적으로 평가. 인수 지분율 기준 연간 약 800억원 정도 그룹 이익이 추가 증가하게 되므로(EPS 약 5% 상승 추정) ROE 제고 효과도 기대

캐피탈 인수로 4분기 1,300억원 내외의 일회성 이익 예상

2017년 웰투시가 아주캐피탈 지분 74%를 인수할 당시 우리은행은 LP로 참여해 총 1,050억원을 투자(14,425,000주). 주당 인수가는 약 7,280원. 따라서 금번 매각으로 우리은행은 편드청산익이 약 890억원 발생할 전망. 또한 우리금융도 아주캐피탈을 장부가 대비 낮은 가격에 인수하면서 약 430억원 내외의 염가매수차익이 발생할 것으로 추정. 따라서 4분기 중 약 1,300억원 내외의 일회성 이익이 발생할 전망. 우리금융의 올해 연간 이익은 1.5조원 정도는 가능할 것으로 판단

3분기 추정 순익 4,720억원. 그러나 주가는 점차 반등 전망

3분기 순익은 4,720억원으로 컨센서스 부합 예상. 증권 등 비은행 이익 기여가 낮다는 점이 타행대비 상대적으로 실적이 및 맛한 배경. 은행 대출성장률 +2.0%, NIM은 2bp 하락 전망. 그러나 주가는 점차 반등할 것으로 예상하는데 그 이유는 1) 아주캐피탈 인수 관련 모멘텀과 2) 하반기 중 주가상승률이 4.7%에 그쳐 은행내에서 가장 underperform해 가격 매력이 높은데다 3) 4분기 표면 실적이 양호할 것이고, 2021년 추정 순익은 1.7조원을 상회해 은행 중 이익 개선 폭이 가장 클 것이며(13% 증익 예상), 4) 과점주주 및 예보 등 주주구성상 DPS 하방경직성이 악화되며 감익에도 불구하고 기대 배당수익률이 6.5%에 달하는 등 배당매력도 가장 뛰어날 것으로 판단되기 때문임

Update

BUY

| TP(12M): 11,000원 | CP(10월 23일): 9,220원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	2,360.81		
52주 최고/최저(원)	12,450/6,560	매출액(십억원)	N/A
시가총액(십억원)	6,659.3	영업이익(십억원)	2,310
시가총액비중(%)	0.41	순이익(십억원)	1,626
발행주식수(천주)	722,267.7	EPS(원)	1,995
60일 평균 거래량(천주)	1,646.9	BPS(원)	31,131
	48.4		33,128
60일 평균 거래대금(십억원)	14.3		
20년 배당금(예상,원)	600		
20년 배당수익률(예상,%)	6.5		
외국인지분율(%)	25.92		
주요주주 지분율(%)			
예금보험공사	17.25		
국민연금공단	9.88		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	11.8 16.6 (25.3)		
상대	10.5 (5.5) (34.2)		

Stock Price	
(천원)	우리금융지주(회)
14	105
12	100
10	95
8	90
6	85
4	80
2	75
0	70
	20.10
	19.10 20.1 20.4 20.7

Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
총영업이익	십억원	6,697	6,940	6,968	7,482	7,815
세전이익	십억원	2,790	2,723	2,284	2,552	2,683
지배순이익	십억원	2,019	1,872	1,527	1,724	1,821
EPS	원	2,987	2,593	2,115	2,388	2,522
(증감률)	%	33.5	-13.2	-18.4	12.9	5.6
수정BPS	원	32,139	29,567	32,089	34,477	36,999
DPS	원	650	700	600	700	750
PER	배	5.2	4.5	4.4	3.9	3.7
PBR	배	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
ROE	%	9.6	8.7	6.8	7.2	7.1
ROA	%	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5
배당수익률	%	4.2	6.0	6.5	7.6	8.1



Analyst 최정용, CFA

02-3771-3643

cuchoi@hanafn.com

RA 정진용

02-3771-3126

Jinyong.jung@hanafn.com

표 1. 아주캐피탈 재무 현황과 우리금융 인수가격

(단위: 십억원, %, 주, 배)

	2015	2016	2017	2018	2019	1H20
자산	7,043.9	6,130.4	5,310.6	6,201.4	7,473.2	8,226.3
자본	754.3	787.5	703.2	752.4	814.0	831.6
당기순이익	46.1	48.9	52.0	91.0	101.6	61.8
ROA	0.7	0.7	0.9	1.6	1.5	1.6
ROE	6.2	6.3	7.0	12.5	13.0	15.0
현 시총				774.0		
현 주가(10.23)				13,450		
총발행주식수				57,545,890		
현 PBR				0.93		
인수지분				74.0%	인수주식수	42,605,000
인수지분 장부가				615.7	인수가	572.4
주당인수가				13,435	장부가대비	0.93
예상 염가매수차익						43.3

자료: 하나금융투자

표 2. 아주캐피탈 100% 자회사인 아주저축은행 재무 현황

(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	1H20
자산	924.4	938.4	886.6	1,084.6	1,110.6	1,264.1
자본	49.4	58.2	72.1	87.2	98.8	104.8
당기순이익	1.57	8.83	12.84	15.76	11.27	5.97
ROA	0.2	0.9	1.4	1.6	1.0	1.0
ROE	3.5	16.4	19.7	19.8	12.1	11.7

자료: 하나금융투자

표 3. 우리금융 2020년 3분기 예상 실적

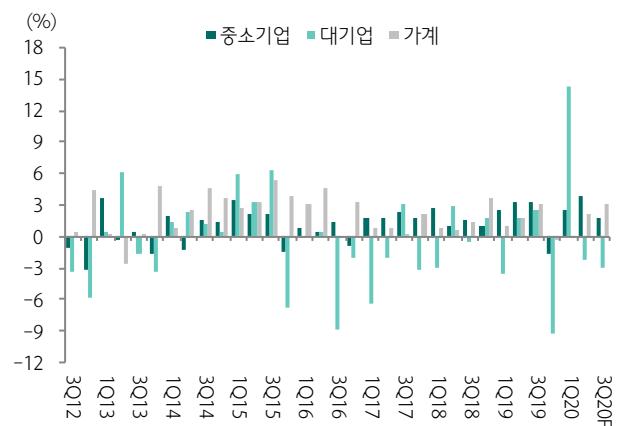
(단위: 십억원, %)

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	(QoQ)	(YoY)
순이자이익	1,454	1,455	1,476	1,486	1,477	1,463	1,478	1,467	-0.7	-1.2
순수수료이익	252	275	285	281	262	274	224	253	12.7	-9.9
기타비이자이익	-22	-4	56	-39	-68	40	-70	-64	NA	NA
총영업이익	1,684	1,725	1,817	1,727	1,671	1,777	1,632	1,656	1.5	-4.1
판관비	1,238	831	864	880	1,190	893	897	896	-0.2	1.7
총전영업이익	446	894	953	847	481	884	735	760	3.5	-10.2
영업외이익	-8	-8	26	11	-106	-21	-118	-7	NA	NA
대손상각비	276	60	77	187	50	111	336	102	-69.7	-45.8
세전이익	162	826	902	670	325	753	281	652	132.0	-2.7
법인세비용	43	211	245	136	93	195	65	154	136.2	12.8
비지배주주지분이익	4	46	46	48	25	40	74	27	-63.5	-44.0
당기순이익	116	569	611	486	206	518	142	472	231.6	-2.9

주: 연결 기준

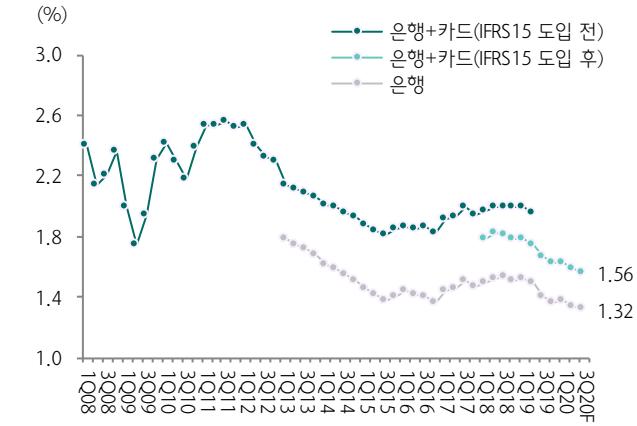
자료: 하나금융투자

그림 1. 우리은행 부문별 대출성장을 추이 및 전망



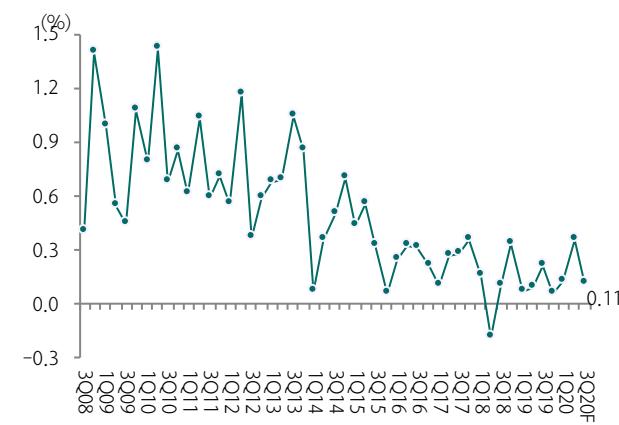
주: 전분기대비 성장을 기준
자료: 하나금융투자

그림 2. 순이자마진 추이 및 전망



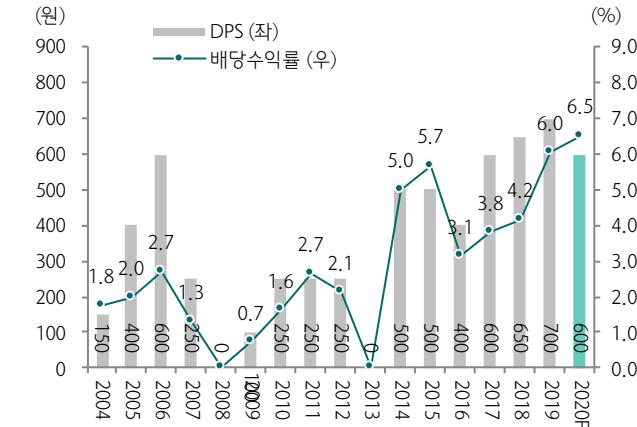
주: 분기 기준 기준
자료: 하나금융투자

그림 3. 우리금융 총자산대비 대손비용률 추이 및 전망



주: 분기연율화 기준, 분기 기준 기준
자료: 하나금융투자

그림 4. 우리금융 DPS 및 배당수익률 추이 및 전망



주: 2020F는 하나금융투자 추정치, 2020F 배당수익률은 2020년 10월 23일 종가 기준
자료: 하나금융투자

추정 재무제표

포괄손익계산서					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
순이자이익	5,651	5,894	5,869	6,128	6,400
순수수료이익	1,121	1,103	1,018	1,069	1,122
당기순이익(상당수익)	0	0	0	0	0
비이자이익	-74	-56	80	284	294
총영업이익	6,697	6,940	6,968	7,482	7,815
일반판권비	3,624	3,766	3,717	3,829	3,979
순영업이손의	3,074	3,174	3,251	3,653	3,836
영업외손의	46	-77	-48	-3	2
총당금적립전이익	3,119	3,097	3,202	3,650	3,838
제동당금전입액	329	374	918	1,098	1,156
경상이익	2,790	2,723	2,284	2,552	2,683
법인세전순이익	2,790	2,723	2,284	2,552	2,683
법인세	749	685	569	638	671
총당기순이익	2,040	2,038	1,715	1,914	2,012
외부주주지분	21	165	188	189	191
연결당기순이익	2,019	1,872	1,527	1,724	1,821

Dupont Analysis					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
순이자이익	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6
순수수료이익	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
당기순이익(상당수익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비이자이익	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
총영업이익	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9
판관비	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
총전영업이익	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
영업외이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
대손상각비	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
세전이익	0.8	0.8	0.6	0.7	0.7
법인세비용	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
비자비자본이익	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
당기순이익	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5

Valuation					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(원)	2,987	2,593	2,115	2,388	2,522
BPS(원)	32,139	29,793	32,089	34,477	36,999
실질BPS(원)	32,139	29,567	32,089	34,477	36,999
PER(x)	5.2	4.5	4.4	3.9	3.7
PBR(x)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
수장PBR(x)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
비당률(%)	13.0	14.0	12.0	14.0	15.0
배당수익률(%)	4.2	6.0	6.5	7.6	8.1

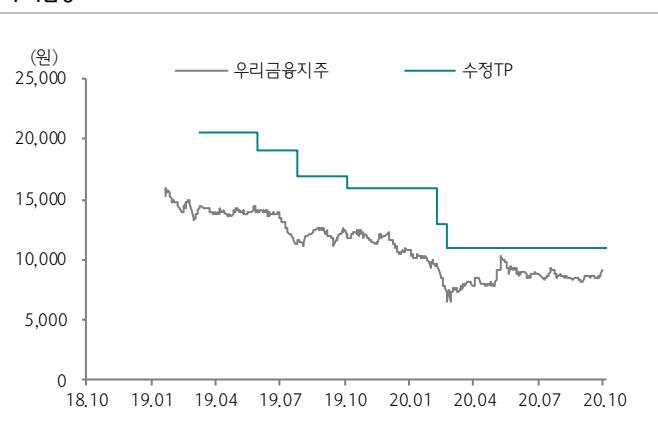
자료: 하나금융투자

재무상태표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
현금 및 예치금	6,713	6,393	22,168	23,909	25,782
유가증권	47,492	56,927	50,834	53,016	55,285
대출자본	282,424	293,718	288,398	299,534	311,115
고정자산	2,441	3,365	4,555	4,742	4,938
기타자산	1,366	1,579	11,974	12,573	13,202
자산총계	340,435	361,981	377,929	393,773	410,322
예수금	248,691	264,686	285,511	296,949	308,878
책임준비금	0	0	0	0	0
차입금	16,203	18,999	20,179	21,002	21,860
사채	28,726	30,858	24,242	25,230	26,261
기타부채	24,873	21,946	21,378	22,250	23,159
부채총계	318,493	336,488	351,310	365,430	380,158
자본금	3,381	3,611	3,611	3,611	3,611
보통주자본금	3,381	3,611	3,611	3,611	3,611
신종자본증권	0	0	0	0	0
자본잉여금	286	626	628	628	628
이익잉여금	17,111	18,525	19,519	21,243	23,064
자본조정	948	-2,249	-2,286	-2,286	-2,286
(자기주식)	0	-163	0	0	0
외부주주지분	216	3,982	3,450	3,450	3,450
자본총계	21,942	25,492	26,618	28,343	30,164
자본총계(외부주주지분제외)	21,726	21,510	23,168	24,892	26,713
성장성					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
총자산증가율	7.6	6.3	4.4	4.2	4.2
총대출증가율	5.7	4.0	-1.8	3.9	3.9
총수신증가율	6.0	6.4	7.9	4.0	4.0
당기순이익증가율	33.5	-7.3	-18.4	12.9	5.6
효율성/생산성					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
대출금/예수금	113.6	111.0	101.0	100.9	100.7
판관비/총영업이익	54.1	54.3	53.3	51.2	50.9
판관비/수익성자산	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
수익성					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
ROE	9.6	8.7	6.8	7.2	7.1
ROA	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5
ROA(총당금전)	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

우리금융



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.3.18	BUY	11,000		
20.3.4	BUY	13,000	-35.72%	-27.62%
19.10.30	BUY	16,000	-30.42%	-22.50%
19.8.20	BUY	17,000	-29.16%	-25.88%
19.6.24	BUY	19,000	-30.18%	-25.79%
19.4.2	BUY	20,500	-31.53%	-29.51%
19.4.2	당당자변경			

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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(마도)_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	91.88%	8.12%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 10월 23일

Compliance Notice

- 당사는 하나금융지주의 계열사입니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 10월 26일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2020년 10월 26일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 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.