

**하나금융**  
(086790)

**“ 절대적 저평가. 은행 최선호주 유지 ”**



최정욱, CFA 769,3837  
cuchoi@daishin.com

**BUY**

[ 매수, 유지 ]

은행업종

현재가 32,950원

목표주가  
(유지)

52,000

KOSPI	1,943.84
시가총액	8,008 십억원
시가총액비중	0.7%
자본금(보통주)	12,152 십억원
52주 최고/최저	44,900 원 / 31,800 원
120일 평균거래대금	438 억원
외국인지분율	64.7%
주요주주	국민연금공단 9.4%
	The Capital Group Companies, Inc. 외 74 인 9.1%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	3.5	-12.6	-0.8	-12.4
상대수익률	2.9	-9.7	-6.9	-16.3



**투자포인트**

- 3분기 순이익은 2,339억원으로 부진했으나 일회성 요인 제외시 수익성 하락 폭 크지 않아
- 외환은행 잔여 지분 인수는 내년 상반기 중 실행 예상. 상당한 주주 가치 제고 효과 기대
- 잔여 지분 인수시 수익성 대비 저평가 매력 크게 부각될 것. 20%p 이상 초과상승 기대

**Comment**

**투자의견 매수, 목표주가 52,000원 유지**

하나금융에 대한 투자의견 매수와 목표주가 52,000원을 유지한다. 목표주가는 2013년 추정 BPS 대비 목표 PBR 0.7배를 적용해 산출한 것이다. 3분기 순이익은 2,339억원으로 컨센서스를 크게 하회했고, 우리 추정치도 소폭 하회했다. 이는 POSCO 등 유가증권 감액손 507억원과 약 1,530억원 규모의 추가 총당금 적립 때문이다(웅진그룹 추가 총당금 851억원, 외환은행 담보가치 하락에 따른 추가 총당금 400억원, 외환은행 상각 관련 추가 총당금 280억원). 그러나 일회성 요인을 제외한 경상 순이익은 약 3,600~3,700억원대로 추정되고, 웅진그룹 관련 건전성 재분류분과 외환은행의 2곳 거역 여신 신규 연체 발생분을 제외시 하나와 외환은행 양행 모두 건전성이 크게 악화되지는 않고 있어 실적을 부정적으로 볼 필요는 없다고 판단된다. 내년 1분기 이후에는 4천억원 내외의 경상 순익 실현이 예상되는데다 현 주가는 PBR 0.45배에 불과하다. 절대적 저평가 수준인데다 내년 상반기에는 외환은행 잔여 지분 인수 가능성이 높다는 점도 점차 주가에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다.

**외환은행 잔여 지분 인수는 내년 상반기에 실행될 것으로 예상(적어도 4분기 이전)**

현재 금융지주사는 바젤 I 기준으로 BIS비율을 산출하고 있는데 바젤 I에서는 외부주주지분이 Tier I 자본으로 인정되지만 바젤 III에서는 비적격 외부주주지분의 경우 미인정되므로 바젤 III 기준으로 자본 비율이 산출되는 2013년 4분기 이전에는 보유 지분율이 낮은 회사의 경우 지분율 상향 이슈가 발생할 것으로 예상된다. 외환은행 지분을 60% 보유하고 있는 하나금융의 경우 현재 그룹 연결 Tier I 비율이 8.4%인데 바젤 II 적용시 내부모형 사용에 따른 위험가중자산 감소로 인해 Tier I 비율이 약 140bp 상향될 것으로 추정되지만 바젤 III 적용시 그동안 Tier I 자본으로 인정받던 무형자산(비계약적 고객관계 및 연결대상 종속회사의 비적격 외부주주지분)이 제외될 여지가 있어 가장 보수적인 기준으로는 현 기준보다도 자본비율이 오히려 하락할 수도 있다. 따라서 외환은행 잔여 지분 인수는 적어도 2013년 4분기 이전에 실행될 것으로 추정된다. 주식교환을 통한 외환은행 잔여 지분 인수는 레버리지를 감소시켜 자본비율을 상향시키는 효과가 있고, 외환은행 순익 100% 인식에 따라 ROA와 ROE가 상승하므로 주주 가치 제고 효과가 커 주가에 반동 모멘텀으로 작용할 공산이 크다.

**2013년 추정 순이익은 1.6조원. 외환 잔여 지분 인수시 2.0조원, ROA 0.7%로 상승 예상**

하나금융의 2013년 추정 순이익은 약 1.6조원으로 ROA는 0.55% 수준이지만 외환은행 잔여 지분 인수시 순이익은 약 2.0조원, ROA는 0.7%에 육박하게 될 것으로 추정된다. 2013년 KB금융과 신한지주의 추정 ROA가 각각 0.79%와 0.76%인 반면 PBR은 각각 0.57배와 0.67배에 거래되고 있다는 점에서 하나금융이 외환은행 잔여지분을 인수하게 될 경우 valuation 상대 비교시 주가는 적어도 타 행대비 20%p 이상 초과상승할 가능성이 높다고 판단된다.

하나금융 2012년 3분기 실적 비교

(단위: 십억원, %)

구분	확장지		잠정지		직전주정지		컨센서스	대신증권 추정치		
	3Q11	2Q12	3Q12(A)	Y Y	QoQ	3Q12	3Q12(F)	4Q12(F)	YoY	QoQ
총영업이익	397.1	657.9	664.0	67.2	0.9	693.9	NA	782.7	72.0	17.9
세전이익	309.3	351.6	329.3	6.5	-6.4	420.2	NA	461.9	102.2	40.3
순이익	212.5	201.5	233.9	10.0	16.1	264.3	364.8	277.9	80.7	18.8

주: K-IFRS 연결 기준, 외환은행 인수에 따라 1Q12 이후 실적부터는 외환은행 순이익 지분율만큼 포함

하나금융 3분기 실적 요약

(단위: 십억원, %)

	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	(QoQ, %)	(YoY, %)
순이자이익	839	808	1,040	1,207	1,211	0.3	44.4
순수수료이익	239	245	354	402	403	0.2	68.8
당기손익인식 금융상품이익	166	-32	-90	-20	-208	NA	NA
기타비이자이익	-300	31	1,171	-41	222	NA	NA
총영업이익	942	1,051	2,475	1,548	1,627	5.1	72.7
판관비	458	596	795	890	963	8.2	110.2
총전영업이익	397	455	1,680	658	664	0.9	67.2
영업외이익	13	-11	23	-35	4	NA	-70.6
대손상각비	100	216	263	271	338	24.7	236.9
세전이익	309	228	1,440	352	329	-6.4	6.5
법인세비용	76	51	104	110	61	-45.0	20.6
비배주주지분이익	21	24	21	40	35	-13.2	69.7
당기순이익	213	154	1,315	201	234	16.1	10.0

주: K-IFRS 연결 기준, 외환은행 인수에 따라 1Q12 이후 실적부터는 외환은행 순이익 지분율만큼 포함

하나금융 3분기 실적 항목별 특이 요인

항목	비교
기타영업이익	POSCO, 금호산업 감액손 507 억원, 비화폐성 외환환산의 358 억원 (하나은행 188 억원, 외환은행 170 억원)
판관비	하나은행 추석상여금 200 억원, 외환은행 계절성 성과급 및 카드 광고비 증가 642 억원
대손충당금	웅진그룹 추가 충당금 851 억원 (하나은행 315 억원, 외환은행 108 억원, 대투 262 억원, 외환캐피탈 19 억원, 대투 채권상각손 152 억원), 외환은행 담보가치 하락 추가 충당금 400 억원, 외환은행 상각 관련 추가 충당금 280 억원

자료: 대신증권 리서치센터

표 1. Tier I 비율 산출시 은행지주회사의 연결자기자본 항목 내역

기본자본 (Tier I)	자본금 (누적적 우선주, 상환우선주 제외)
	자본잉여금 (재평가적립금 제외, 누적적우선주, 상환우선주 제외)
	이익잉여금 (공제항목 차감후)
	IFRS 전환일에 발생한 유형자산 및 투자부동산 재평가이익 (-)
	대손준비금 (-)
	연결대상 종속회사의 비지배주주지분
	(신종자본증권, 부채성자본조달수단, 하위 보완자본 제외)
	자본조정항목 중 미교부주식배당금
	신종자본증권 (비지배주주지분에 포함된 신종자본증권 포함)
	기타포괄손익누계역중 외환차이 (+,-)
	영업권 (-)
	비계약적고객관계 이외 무형자산 (-)

주: 바젤 I 기준

자료: 한국은행

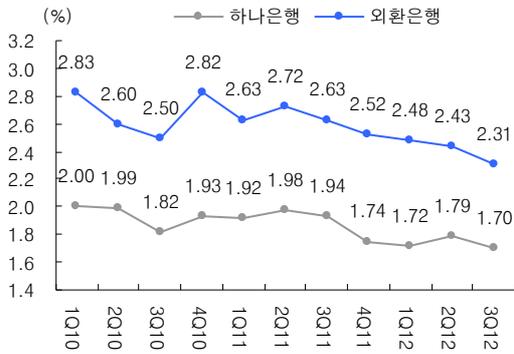
외환은행 3분기 실적 요약

(단위: 십억원 %)

	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	(QoQ, %)	(YoY, %)
순이자이익	642	639	626	638	617	-3.3	-4.0
순수수료이익	42	57	64	66	19	-71.2	-54.3
당기손익인식 금융상품이익	0	57	0	0	0	NA	NA
기타비이자이익	-32	58	254	41	-79	NA	NA
총영업이익	652	811	943	745	556	-25.3	-14.7
판관비	342	413	379	339	395	16.6	15.5
총전영업이익	310	398	564	406	161	-60.3	-48.1
영업외이익	-2	17	2	-9	193	NA	NA
대손상각비	165	148	138	154	196	27.4	18.8
세전이익	144	267	429	244	158	-35.1	9.6
법인세비용	27	60	115	86	33	-61.9	20.7
비재배주주지분이익	0	0	0	0	0	NA	NA
당기순이익	117	207	314	158	125	-20.5	7.2

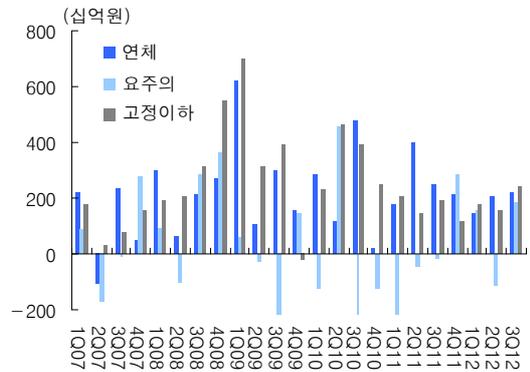
주: K-IFRS 연결 기준

그림 1. 하나은행, 외환은행 NIM 추이



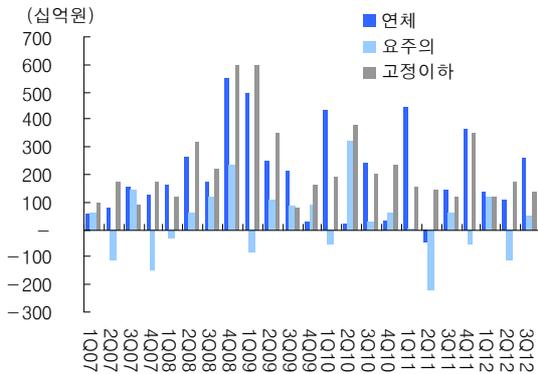
주: 분기 기준 기준  
자료: 하나금융, 대신증권 리서치센터

그림 2. 하나은행 실질 연체 및 고정이하여신 순증액 추이



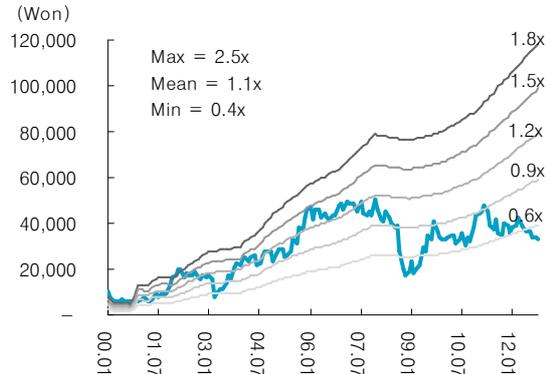
주: 상각, 매각 전 실질 순증액 기준  
자료: 대신증권 리서치센터

그림 3. 외환은행 실질 연체 및 고정이하여신 순증액 추이



주: 상각, 매각 전 실질 순증액 기준  
자료: 대신증권 리서치센터

그림 4. 하나금융 PBR 추이



주: 2012년 10월 19일 종가 기준  
자료: 대신증권 리서치센터

영업 실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
총영업이익 (십억원)	3,858	4,425	7,300	7,392	7,792
세전이익 (십억원)	1,371	1,723	2,583	2,425	2,534
연결당기순이익 (십억원)	1,011	1,228	2,028	1,621	1,700
EPS (원)	4,771	5,053	8,344	6,668	6,993
증감율 (%)	230.0	5.9	65.1	-20.1	4.9
Adj. BPS (원)	49,419	58,288	67,427	73,394	79,488
PER (배)	9.1	7.0	3.9	4.9	4.7
PBR (배)	0.9	0.6	0.5	0.5	0.4
ROE (%)	10.0	8.9	13.3	9.5	9.2
ROA (%)	0.6	0.7	0.7	0.5	0.5

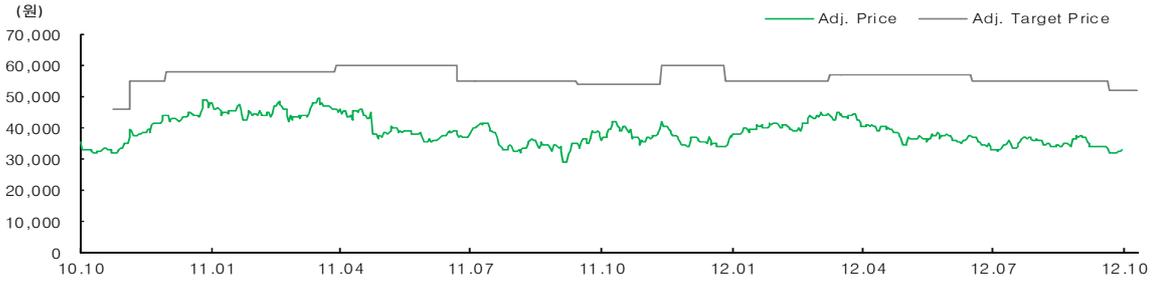
자료: 하나금융, 대신증권 리서치센터

▶ 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.

▶ 투자이견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.10.22	12.10.10	12.09.28	12.09.23	12.09.09	12.08.29	12.08.19	12.07.19	12.07.17	12.07.05
투자이견	Buy									
목표주가	52,000	52,000	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000
제시일자	12.07.04	12.06.22	12.06.14	12.06.04	12.05.26	12.05.06	12.04.26	12.04.19	12.04.15	12.04.03
투자이견	Buy									
목표주가	57,000	57,000	57,000	57,000	57,000	57,000	57,000	57,000	57,000	57,000
제시일자	12.04.02	12.03.28	12.03.05	12.02.13	12.02.10	12.01.29	12.01.15	11.12.01	11.11.21	11.11.20
투자이견	Buy									
목표주가	57,000	57,000	55,000	55,000	55,000	55,000	55,000	60,000	54,000	54,000

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자이견**
- 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 투자이견**
- 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