

외환은행
(004940)

“ **당분간 주가 반등 기대 어렵다. 4분기 실적도 매우 저조할 전망** ”



최정욱, CFA 769.3837
cuchoi@daishin.com

투자포인트

- 4분기 순익은 약 400억원으로 추정되어 컨센서스를 크게 하회하는 부진한 실적 전망
- 이는 비용 요인을 최대한 연내 처리해 내년 이후 수익성을 정상화시키려는 의지. 그러나 4분기 바닥, 1분기 turn around 논리는 하나금융 주가에 더 긍정적으로 작용할 전망
- 예상 배당수익률 1.3%로 배당 매력 낮음. 하나금융의 공개매수 가능성도 거의 없다고 판단

Comment

투자의견 **시장수익률로 하향**, 목표주가를 **9,000원으로 하향**

외환은행에 대한 투자의견을 시장수익률로 하향하고, 목표주가를 9,000원으로 하향한다. 목표주가 하향은 수익추정치 하향에 따른 것으로서 2013년 추정 BPS 대비 목표 PBR 0.6배를 적용해 산출한 것이다. 4분기 순이익은 전분기대비 약 68% 감소한 400억원에 불과해 컨센서스를 크게 하회하는 매우 부진한 실적을 시현할 것으로 추정된다. 4분기 중 성과급 지급 등의 판관비 증가(약 700~800억원)와 더불어 PD(부도율) 조정에 따른 추가 총당금(약 400~500억원), 금융당국 권고 보수적 자산 건전성 재분류에 따른 추가 총당금 적립(약 500~600억원) 등 대규모 비용 부담이 예상되기 때문이다. 4분기 어닝쇼크 수준의 실적 부진에다 향후 배당성향도 타행보다 낮을 것으로 추정되고 있으며 잔여지분 인수를 위한 하나금융의 공개매수 가능성도 거의 없어 수익성 대비 낮은 PBR 수준에도 불구하고 당분간 주가 반등은 기대하기 어려울 전망이다. 투자의견을 시장수익률로 하향한다.

4분기 바닥, 1분기 turn around 논리는 하나금융 주가에 더 긍정적으로 작용할 전망

4분기 실적 부진은 향후 발생할 비용 요인을 최대한 연내 처리해 내년 이후 수익성을 정상화시키려는 의지라고 볼 수 있다. 따라서 4분기 실적 바닥, 1분기 turn around의 논리 적용이 가능할 전망이다. 다만 이는 하나금융 주가에 더 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다(현재 하나금융은 외환은행 순이익의 60% 반영). 외환은행은 피인수 기업으로서 주가가 펀더멘털 이슈보다는 하나금융의 잔여 지분 인수 정책에 의해 좌우될 수 밖에 없기 때문이다. 최근 금융당국이 시중은행에 대출채권에 대한 자산건전성 분류를 은행간 상호 비교를 통해 최대한 보수적으로 분류하도록 권고한 것으로 언론에 보도되고 있는데 동사의 경우 건설·부동산 업종 비중이 높은 반면 상대적으로 총당금 적립률이 낮은 점을 고려할 때 타행대비 총당금 영향은 더 클 수 밖에 없을 것으로 유추된다. 다만 4분기 중 대손충당금을 보수적으로 적립할 경우 내년의 총당금 부담은 다소 줄어들 것으로 예상된다.

배당투자 매력 낮은 편. 하나금융측의 공개매수 계획도 없는 것으로 판단

4분기 실적 부진에 따라 올해 추정 순익은 약 6,400억원 내외에 불과해 배당 매력도 크게 낮아질 전망이다. Tier 1 비율이 11.4%로 은행 중 가장 높지만 하나금융 지분율이 60%에 불과해 예전과 같은 고배당정책이 지속될 개연성도 낮다. 올해 예상 주당배당금은 약 100원으로 배당성향은 10.1%, 배당수익률은 1.3%를 기록할 것으로 추정된다. 또한 하나금융측이 잔여 지분 인수를 위해 외환은행을 공개매수를 하려는 계획은 현재로서는 없는 것으로 판단된다. 하나금융이 주식교환을 하기 위해서는 외환은행 PBR이 하나금융보다 높지 않아야 된다는 점도 주가에는 부정적일 수 있는 요인이다.

Marketperform

[시장수익률, 하향]

은행업종

현재가 7,590원

목표주가 (하향) 9,000

KOSPI	1,900.87
시가총액	4,895 십억원
시가총액비중	0.4%
자본금(보통주)	12,152 십억원
52주 최고/최저	8,890 원 / 7,140 원
120일 평균거래대금	46 억원
외국인지분율	19.9%
주요주주	하나금융투자 외 6 인 60.1% 한국은행 6.1%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-2.7	-6.8	-12.1	-2.3
상대수익률	-2.3	-5.2	-9.9	-4.2



2012년 4분기 실적 추정 비교

(단위: 십억원, %)

구분	확정치		대신증권 추정치			컨센서스 4Q12
	4Q11	3Q12	4Q12(F)	YoY	QoQ	
총영업이익	377.6	353.6	279.6	-26.0	-20.9	NA
세전이익	267.1	158.0	42.2	-84.2	-73.3	NA
순이익	206.9	125.5	40.2	-80.6	-68.0	155.1

자료: 대신증권 리서치센터

외환은행 4분기 추정 실적

(단위: 십억원, %)

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	(QoQ, %)	(YoY, %)
순이자이익	639	626	638	617	626	1.5	-2.1
순수수료이익	57	64	66	49	69	39.5	21.3
당기순이익인식 금융상품이익	57	0	0	-4	4	NA	-92.6
기타비이자이익	58	228	41	87	33	-62.6	-43.5
총영업이익	811	918	745	749	731	-2.3	-9.8
판관비	413	379	339	395	452	14.3	9.3
총영업이익	398	539	406	354	280	-20.9	-29.7
영업외이익	7	2	-9	0	8	10,275.6	-50.7
대손상각비	148	112	154	196	246	25.6	66.5
세전이익	67	429	244	158	42	-73.3	-84.2
법인세비용	60	115	86	33	2	-93.5	-96.5
비지배주주지분이익	0	0	0	0	0	NA	NA
당기순이익	207	314	158	125	40	-68.0	-80.6

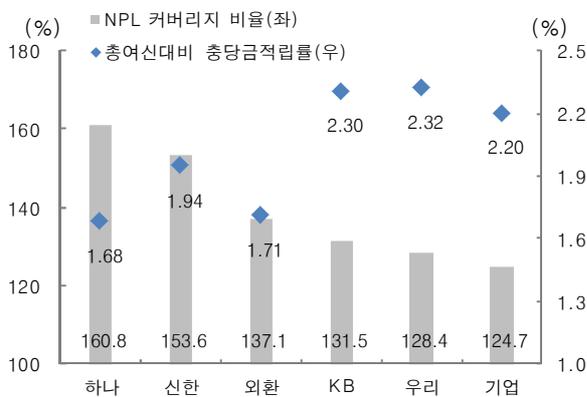
자료: 대신증권 리서치센터

외환은행 수익추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %)

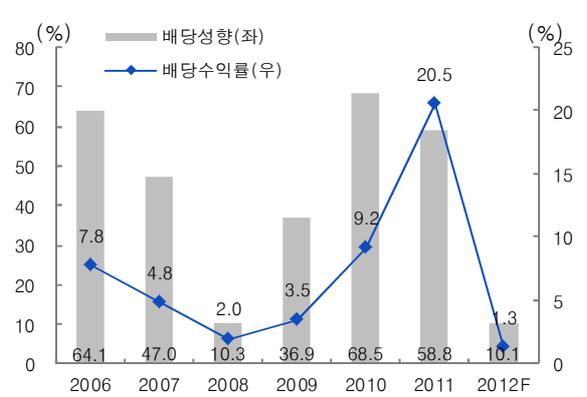
구분	수정전		수정후		변동률	
	2012F	2013F	2012F	2013F	2012F	2013F
총영업이익	3,194	3,281	3,143	3,165	-1.6	-3.5
판관비	1,500	1,561	1,565	1,552	4.3	-0.5
대손상각비	638	644	707	608	10.8	-5.5
세전이익	1,058	1,080	873	1,007	-17.5	-6.7
순이익	773	818	637	763	-17.5	-6.7

그림 1. 은행별 총당금 적립률 현황



주: 2013년 3분기말 기준, NPL 커버리지비율은 대손준비금 포함, 은행 기준
자료: 대신증권 리서치센터

그림 2. 외환은행 배당성향 및 배당수익률 추이



주: 2012년 예상 배당수익률은 2012년 11월 12일 종가 기준
자료: 대신증권 리서치센터

영업 실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
총영업이익 (십억원)	3,044	4,183	3,143	3,165	3,338
세전이익 (십억원)	1,360	2,159	873	1,007	1,034
연결당기순이익 (십억원)	1,021	1,655	637	763	784
EPS (원)	1,584	2,658	1,024	1,184	1,216
증감율 (%)	14.5	67.8	-61.5	15.6	2.7
Adj. BPS (원)	12,887	13,388	14,236	15,286	16,322
PER (배)	7.5	2.8	7.4	6.4	6.2
PBR (배)	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	12.5	19.5	7.2	8.0	7.7
ROA (%)	1.1	1.7	0.6	0.7	0.7

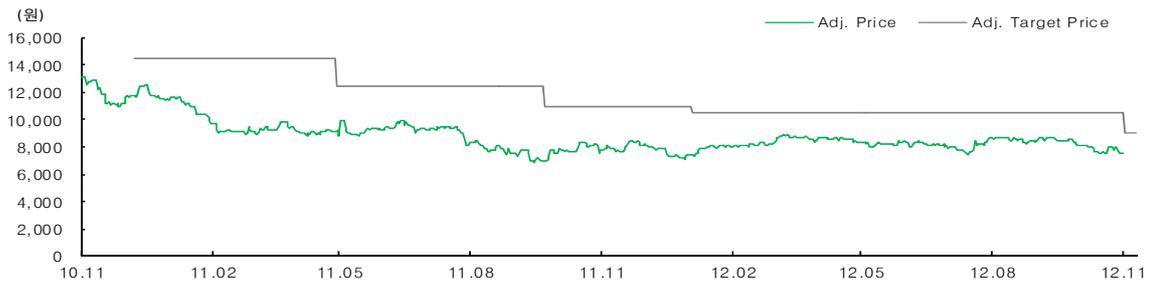
자료: 외환은행, 대신증권 리서치센터

▶ 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.

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.11.13	12.10.22	12.09.23	12.06.22	12.06.04	12.04.12	12.03.28	12.03.07	12.02.12	12.01.15
투자의견	MarketPE	Buy								
목표주가	9,000	10,500	10,500	10,500	10,500	10,500	10,500	10,500	10,500	10,500
제시일자	11.11.21	11.11.12	11.11.07	11.10.03	11.07.11	11.06.30	11.06.23	11.06.02	11.05.10	11.04.07
투자의견	Buy									
목표주가	11,000	11,000	11,000	11,000	12,500	12,500	12,500	12,500	12,500	14,500
제시일자	11.03.02	11.01.05	10.12.19	10.11.12						
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy						
목표주가	14,500	14,500	14,500	16,500						

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- 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 투자의견**
- 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