

Sector update

Korea / Banks

30 January 2013

OVERWEIGHT



Stocks under coverage

Company	Rating	Price	Target price
신한지주 (055550 KS)	BUY	42,100	47,500
KB금융 (105560 KS)	BUY	39,900	46,000
우리금융 (053000 KS)	BUY	12,650	15,000
하나금융 (086790 KS)	BUY	40,000	51,000
기업은행 (024110 KS)	HOLD	12,150	12,500
외환은행 (004940 KS)	HOLD	7,710	8,000
BS금융 (138930 KS)	BUY	14,900	17,000
DGB금융 (139130 KS)	BUY	15,600	18,000

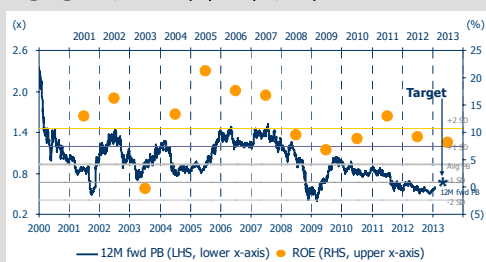
(주: 1월 29일 종가 기준)

은행업종 주가 performance



자료: KRX, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

은행업종 12개월 Fwd P/B, ROE, 목표 P/B



자료: 각 사, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

강해승, Analyst

3774 1903 heather.kang@miraesec.com

차인환

3774 3935 inhwan.cha@miraesec.com

은행

4Q12 실적 부진 – 매수 기회 제공

은행업종(당사 커버리지 8개사 기준) 주가는 지난 2개월간 17.5% 상승하며, 동기간 1.1% 상승한 KOSPI를 16.4ppt 아웃퍼폼. 2월 6일과 7일에 발표 예정되어 있는 은행주 4분기 실적은 부진할 것으로 예상됨. 단기 주가 상승 랠리 이후라는 점과 부진한 4분기 실적 발표로 은행업종 주가 조정 받는다면, 저점 매수 기회로 활용할 것을 권고함. 은행업종 주가는 최근 가파른 상승에도 불구하고, 당사 예상 기준 2013년 P/B 0.6배(예상 ROE 8.1%)에 거래되고 있어 여전히 밸류에이션은 부담스럽지 않음. 은행업종 투자 심리가 회복되며 주가가 상승할 것으로 예상하는데, 1) 이는 규제 리스크가 정점을 지났고, 2) 2013년에는 NIM의 하락세가 완화되며 특히 2분기 이후 안정화를 보일 것으로 판단하며, 3) 경기 회복 기대감이 존재하기 때문.

4Q12 preview – 순이익 1.1조원(-26% YoY, -48% QoQ)으로 부진할 전망

2012년 4분기 은행업종(커버리지 8개사 합산) 순이익은 전년동기 및 전분기 대비 각각 26%, 48% 감소한 1조 1,340억원으로, 블룸버그 컨센서스 1조 6,100억원 대비 30% 하회할 전망이다. NIM은 8개 은행 단순평균 기준, 전분기 대비 9bps 하락하고, 원화대출금은 전분기 대비 0.6% 상승한 것으로 추정됨. 순이자이익은 전년동기와 유사하며 전분기 대비 2% 감소한 8조 5,920억원을 기록한 것으로 예상. 금감원 권고에 따라 연말에 조선사 및 선물환 포지션에 대하여 추가 충당금을 인식하고, NPL 상·매각 통한 자산클리닝 작업으로 인해 충당금 비용 증가하여, 4분기 충당금 비용은 전년동기 대비 12%, 전분기 대비 37% 증가한 것으로 추정함. 총여신 대비 24bps로 전년동기 대비 1bps 상승, 전분기 대비 7bps 상승한 것으로 추정함. 판관비는 전년동기 및 전분기 대비 각각 8%, 11% 상승 기록할 전망.

2013년 전망 – 순이익 9.48조원(-5% YoY) 예상

당사는 2013년 은행업종(커버리지 8개사 합산, 하나금융의 외환은행 잔여 지분 인수 효과 반영하지 않음) 순이익을 9.48조원으로 전망하며, 일회성으로 하나금융의 외환은행 인수 영가매수 차익(1조 1.6천억원) 등이 인식되었던 2012년 대비 5% 감소할 전망이다. 전년 대비 감익이 예상되지만, 부진한 매크로 환경 등을 감안하면 건조한 이익 규모로 판단됨. 대출 성장률 5.7%로 예상하며, 2012년 큰 폭으로 축소되고 있는 NIM은 2013년에도 전년 대비 16bps(8개사 단순 평균) 하락할 것으로 전망함. 그러나 충당금비용은 안정세를 보여 전년 대비 소폭(0.4%) 증가하는데 그칠 것으로 전망하는데, 1) 2008년 글로벌 금융위기 이후 자산건전성이 개선되었고, 2) 여신이 경제 성장대비 초과 성장하지 않았으며 특정 섹터의 집중 성장이 없었고, 3) 기업 구조조정과 함께 경기 민감 업종 여신 비중 축소 및 충당금을 적립해왔기 때문임.

Top picks: 하나금융, BS금융, 관심종목: 우리금융

2013년 은행업종 top-pick으로 하나금융과 BS금융을 제시함. 하나금융은, 외환은행 잔여지분 인수 관련 불확실성이 해소되었고, ROE 상승을 통해 주가치가 제고될 것이며, 외환은행을 완전 사회사와 함으로써, 규모의 경제 달성, 이익 개선, 재무구조 및 자본비용 개선 위한 전략 수행이 한결 용이해 질 것으로 전망됨. BS금융은, 2012년에 이어 2013년에도 업종 내 가장 높은 대출자산 성장률과 ROE를 기록하는 등 펀더멘털이 가장 견조할 전망이다. 견조한 펀더멘털은 꾸준한 주가 상승을 이끌 것으로 예상함. 우리금융을 관심 종목으로 제시하는데, 새 정부 출범 이후 민영화 작업 재개 가능성이 있는데다가, 가장 저평가된 은행주 중 하나로 은행업종 투자 심리 개선 및 밸류에이션 정상화 국면에서 주가 상승 탄력 높을 것으로 예상되기 때문임.

Figure 1 4Q12E 수익추정 주요 가정

		신한지주	KB금융	우리금융	하나금융	기업은행	외환은행	BS금융	DGB금융
대출성장 (%)	QoQ	1.0	(1.0)	(0.3)	0.6	0.3	0.9	1.7	1.3
	YoY	4.1	1.1	2.2	51.2	5.0	9.2	13.4	8.4
NIM (%)		1.85	2.08	2.27	1.59	1.97	2.23	2.60	2.65
QoQ change (bps)		(15)	(4)	(5)	(11)	(11)	(7)	(10)	(5)
YoY change (bps)		(26)	(31)	(25)	(15)	(42)	(29)	(28)	(37)
Credit cost (십억원)		396	468	677	403	432	207	56	44
총자산대비(bps)		13	16	21	14	22	19	13	13
YoY change (bps)		4	(2)	2	1	(14)	7	6	6
QoQ change (bps)		(1)	3	12	1	6	5	6	6
총여신대비(bps)		20	22	31	18	30	27	19	18
YoY change (bps)		7	(2)	4	2	(18)	11	9	9
QoQ change (bps)		(1)	4	18	2	8	7	9	9
SG&A (십억원)		1,257	1,021	1,145	1,070	508	421	191	150
YoY change (ppt)		(5.8)	(5.9)	6.8	79.8	3.5	1.8	17.5	(8.0)
QoQ change (ppt)		13.6	(1.9)	19.5	11.2	5.2	6.4	44.1	27.5
Cost-income ratio (%)		56.3	53.5	57.1	65.3	47.1	60.8	60.7	61.2

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주: *하나금융의 외환은행 지분 인수 효과. 하나은행의 단독기준 성장률은 5.5% 가정

Figure 2 2013년 수익추정 주요 가정

		신한지주	KB금융	우리금융	하나금융	기업은행	외환은행	BS금융	DGB금융
대출성장 (%)	YoY	4.3	5.0	4.8	6.3	5.0	8.1	9.2	7.5
NIM (%)		1.82	2.04	2.23	1.56	1.95	2.20	2.56	2.62
YoY change (bps)		(17)	(13)	(15)	(14)	(20)	(15)	(17)	(16)
Credit cost (십억원)		1,502	1,521	2,279	1,261	1,341	595	195	162
총자산대비(bps)		47	50	67	41	64	50	41	44
YoY change (bps)		1	(5)	(4)	(3)	1	(7)	(1)	5
총여신대비(bps)		73	67	100	54	87	71	62	63
YoY change (bps)		2	(7)	(7)	(4)	1	(11)	(2)	7
SG&A (십억원)		4,419	4,136	4,173	3,624	1,936	1,460	616	507
YoY change (ppt)		2.1	2.7	2.9	(2.5)	2.0	(4.8)	4.4	4.0
Cost-income ratio (%)		48.1	50.2	48.7	49.7	41.9	48.9	46.3	48.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 은행업종 수익전망

(단위:십억원)	2010	2011	2012E	2013E
순이자이익	33,199	33,865	35,002	35,191
비이자이익	4,956	9,064	8,008	8,086
총운영업이익	38,155	42,929	43,010	43,277
일반관리비	17,176	18,072	20,638	20,873
총당금적립전영업이익	20,979	24,858	22,371	22,404
총당금전입액	10,745	7,387	8,816	8,855
영업이익	10,234	17,471	13,555	13,549
세전이익	10,088	17,394	13,205	13,530
순이익	7,550	12,655	9,997	9,489

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주: 1) 8개 커버리지 합산, 2) 하나금융의 외환은행 인수 (2012년 2월) 이후, 하나금융의 실적에 외환은행 지분율 분 실적 포함

Figure 4 은행별 수익 전망

(단위: 십억 원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
신한지주											
순이자이익	1,763	1,742	1,787	1,746	1,755	1,779	1,802	1,817	7,080	7,039	7,153
비이자이익	609	435	383	486	448	563	477	550	2,116	1,913	2,038
일반관리비	977	986	1,106	1,257	1,009	1,025	1,087	1,299	4,135	4,326	4,419
총당금전입액	257	326	418	396	297	425	321	458	926	1,397	1,502
영업이익	1,137	865	647	580	897	892	870	611	4,135	3,229	3,270
순이익	826	631	485	402	648	638	622	422	3,100	2,345	2,329
KB금융											
순이자이익	1,797	1,788	1,780	1,742	1,714	1,742	1,776	1,804	7,105	7,106	7,035
비이자이익	379	303	173	167	300	302	303	305	1,739	1,023	1,210
일반관리비	975	991	1,041	1,021	1,001	1,018	1,069	1,048	3,932	4,027	4,136
총당금전입액	390	364	376	468	380	353	372	416	1,513	1,597	1,521
영업이익	812	736	537	420	632	673	638	644	3,398	2,505	2,588
순이익	603	547	410	302	476	492	480	470	2,373	1,862	1,918
우리금융											
순이자이익	1,862	1,837	1,788	1,770	1,762	1,792	1,828	1,858	7,262	7,257	7,239
비이자이익	428	514	188	234	309	322	334	357	1,950	1,364	1,322
일반관리비	934	1,020	958	1,145	965	1,054	990	1,165	3,783	4,057	4,173
총당금전입액	434	925	289	677	522	610	514	633	2,269	2,325	2,279
영업이익	922	406	729	182	584	450	659	417	3,161	2,239	2,110
순이익	645	293	505	118	397	305	447	281	2,137	1,561	1,430
하나금융											
순이자이익	1,040	1,207	1,211	1,166	1,159	1,187	1,228	1,255	3,206	4,623	4,829
비이자이익	1,454	308	435	473	613	613	618	618	1,196	2,669	2,463
일반관리비	795	890	962	1,070	913	841	867	1,004	2,108	3,717	3,624
총당금전입액	282	238	358	403	263	295	276	426	562	1,280	1,261
영업이익	1,417	387	326	166	596	665	703	443	1,732	2,295	2,407
순이익	1,315	201	232	60	355	393	413	236	1,222	1,808	1,398
기업은행											
순이자이익	1,151	1,128	1,101	1,047	1,036	1,056	1,077	1,086	4,690	4,427	4,254
비이자이익	187	40	14	32	94	93	93	92	211	273	372
일반관리비	405	502	483	508	413	512	493	518	1,668	1,898	1,936
총당금전입액	312	199	318	432	292	275	349	425	1,293	1,261	1,341
영업이익	621	468	314	139	425	362	328	235	1,940	1,541	1,349
순이익	469	309	247	114	320	275	249	187	1,450	1,138	1,031
외환은행											
순이자이익	626	638	617	601	599	616	638	652	2,550	2,482	2,505
비이자이익	319	93	87	90	119	120	120	121	1,643	590	480
일반관리비	379	339	395	421	385	335	339	401	1,491	1,534	1,460
총당금전입액	139	139	151	207	125	136	134	199	562	636	595
영업이익	427	252	158	64	207	264	285	173	2,141	901	930
순이익	314	158	125	49	157	201	216	132	1,655	646	706
BS금융											
순이자이익	289	282	283	289	292	300	310	317	1,025	1,144	1,220
비이자이익	34	26	28	26	27	28	28	28	135	114	112
일반관리비	128	138	133	191	133	144	142	197	489	591	616
총당금전입액	47	53	30	56	40	53	40	61	135	185	195
영업이익	148	117	149	68	146	131	156	88	536	483	520
순이익	110	86	113	51	110	99	118	66	400	360	393
DGB금융											
순이자이익	233	232	227	230	232	236	242	246	948	923	956
비이자이익	31	1	17	14	22	22	22	22	74	63	89
일반관리비	110	110	118	150	114	115	122	156	467	488	507
총당금전입액	43	27	22	44	35	38	37	52	128	135	162
영업이익	111	96	105	51	104	106	104	61	427	363	375
순이익	87	72	79	39	79	80	79	46	318	277	285
8개사 합산											
순이자이익	8,761	8,855	8,794	8,592	8,549	8,708	8,899	9,035	33,865	35,002	35,191
비이자이익	3,441	1,720	1,325	1,522	1,933	2,063	1,996	2,093	9,064	8,008	8,086
일반관리비	4,704	4,977	5,196	5,762	4,934	5,043	5,108	5,788	18,072	20,638	20,873
총당금전입액	1,903	2,271	1,960	2,682	1,956	2,185	2,044	2,670	7,387	8,816	8,855
영업이익	5,594	3,327	2,964	1,670	3,592	3,543	3,742	2,671	17,471	13,555	13,549
순이익	4,368	2,298	2,196	1,134	2,542	2,482	2,625	1,840	12,655	9,997	9,489

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

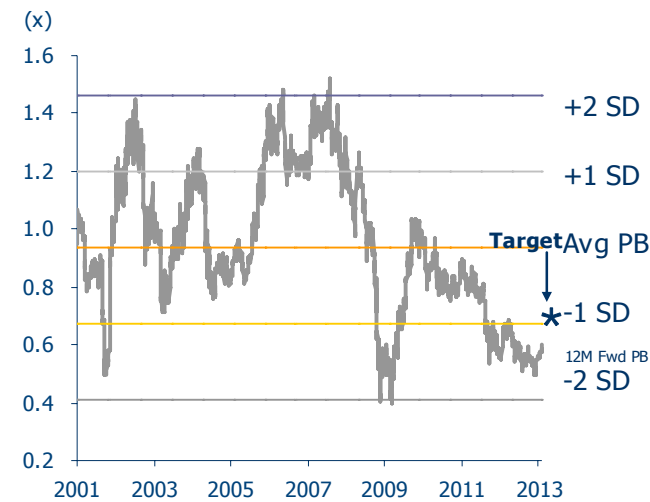
주: 하나금융의 외환은행 지분 인수 (2012년 2월) 이후, 하나금융 실적에 지분율 분의 외환은행 실적포함

Figure 5 Valuation table

Company		신한지주	KB금융	우리금융	하나금융	기업은행	외환은행	BS금융	DGB금융
Code		055550	105560	053000	086790	024110	004940	138930	139130
Rating		BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY	BUY
TP		47,500	46,000	15,000	51,000	12,500	8,000	17,000	18,000
Share price		42,100	39,900	12,650	40,000	12,150	7,710	14,900	15,600
Upside(Downside)		12.8	15.3	18.6	27.5	2.9	3.8	14.1	15.4
Market cap. (KRW bn)		19,964	15,415	10,196	9,722	6,634	4,972	2,881	2,091
Foreign ownership (%)		63.1	65.9	24.4	67.1	12.8	19.2	62.4	74.9
P/BV (x)	2010	0.98	0.86	0.70	0.79	0.75	0.59	1.13	1.02
	2011	0.91	0.61	0.43	0.70	0.61	0.58	0.72	0.75
	2012E	0.77	0.63	0.51	0.61	0.55	0.55	0.78	0.77
	2013E	0.71	0.65	0.52	0.56	0.54	0.51	0.80	0.75
P/E (x)	2010	9.3	174.5	8.5	8.4	6.1	4.9	8.3	9.1
	2011	6.7	5.9	3.6	7.6	5.6	3.0	5.3	5.4
	2012E	8.3	7.9	6.1	5.4	6.7	7.8	7.1	7.1
	2013E	8.8	8.0	7.1	7.0	7.6	7.1	7.3	7.4
Norm. P/E (x)	2010	9.3	26.4	8.5	8.4	6.1	6.5	8.3	9.1
	2011	8.0	7.2	7.0	8.5	5.4	5.5	7.2	6.5
	2012E	9.8	8.3	8.3	9.7	6.9	9.6	7.8	7.6
	2013E	8.8	8.0	7.1	7.0	7.6	7.0	7.3	7.3
P/PPOP (x)	2010	5.1	4.6	2.2	4.0	2.3	2.6	4.7	3.6
	2011	4.1	2.9	1.4	4.1	2.5	1.9	3.1	3.1
	2012E	4.2	3.6	2.1	2.8	2.7	3.3	3.8	3.9
	2013E	4.3	3.8	2.3	2.7	2.9	3.3	4.0	3.9
Div. yield (%)	2010	1.8	0.3	2.0	1.8	3.4	14.1	1.7	1.9
	2011	1.8	1.8	2.1	1.5	4.9	21.0	2.5	2.5
	2012E	2.0	1.9	2.1	1.2	4.0	-	2.5	2.5
	2013E	2.5	2.2	2.1	1.5	3.8	1.4	2.8	2.8
ROE (%)	2010	11.0	0.5	8.5	10.0	13.1	12.5	14.6	12.0
	2011	13.2	11.6	13.3	9.9	12.3	19.5	14.8	14.8
	2012E	9.2	8.0	8.6	12.0	8.4	7.3	11.6	11.5
	2013E	8.4	8.1	7.4	8.3	7.2	7.4	11.5	10.7
ROA (%)	2010	0.9	0.0	0.4	0.7	0.8	1.1	1.0	0.8
	2011	1.1	0.9	0.7	0.7	0.8	1.7	1.1	1.0
	2012E	0.8	0.7	0.5	0.8	0.6	0.6	0.9	0.8
	2013E	0.7	0.6	0.4	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8
EPS growth (%)	2010	79.8	(84.3)	16.5	230.0	77.0	14.5	30.2	33.4
	2011	31.2	2,586.8	78.8	10.7	12.3	62.0	17.4	39.0
	2012E	(21.2)	(21.5)	(27.0)	40.8	(21.5)	(61.0)	(11.3)	(13.7)
	2013E	2.7	3.0	(8.4)	(22.7)	(9.4)	9.2	9.2	2.9
Norm. EPS growth (%)	2010	79.8	4.0	16.5	230.0	77.0	44.8	30.2	33.4
	2011	16.8	266.9	22.1	(1.7)	12.3	19.3	16.4	39.0
	2012E	(18.7)	(13.0)	(15.7)	(12.0)	(21.5)	(43.0)	(8.4)	(13.7)
	2013E	11.7	3.0	16.3	39.3	(9.4)	36.3	6.7	2.9
PPOP margin (%)	2010	1.7	1.2	1.1	0.8	1.8	2.0	1.9	1.9
	2011	1.8	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.7	1.7
	2012E	1.5	1.8	1.6	1.4	2.2	2.0	1.8	2.0
	2013E	1.5	1.4	1.8	1.5	1.8	2.8	1.8	1.8

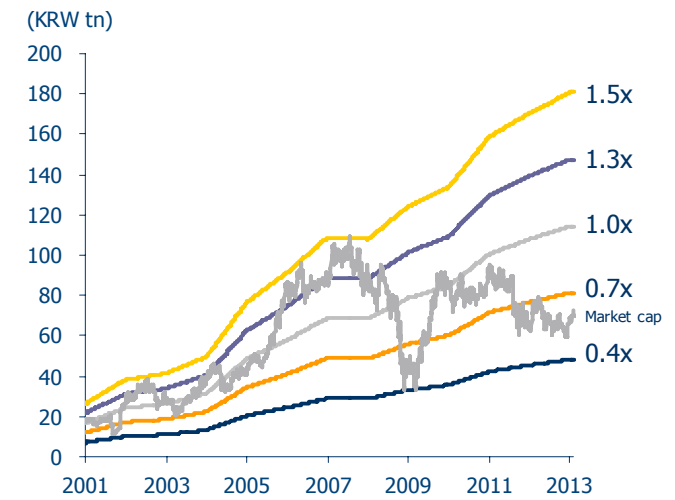
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 은행업종 – 12M Fwd P/BV



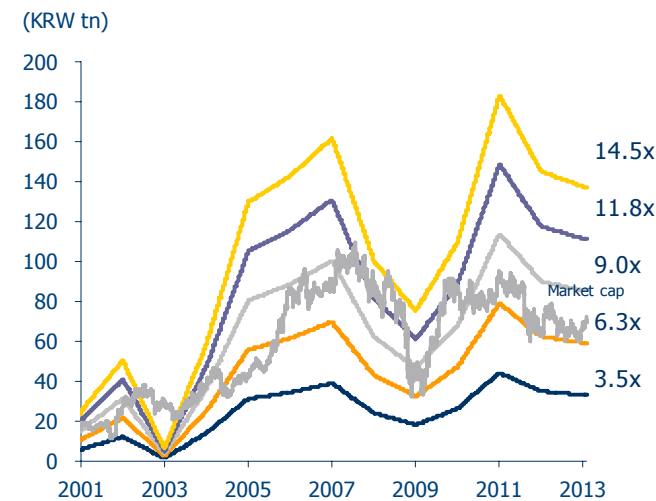
자료: 각 사, QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 은행업종 – 12M Fwd P/BV



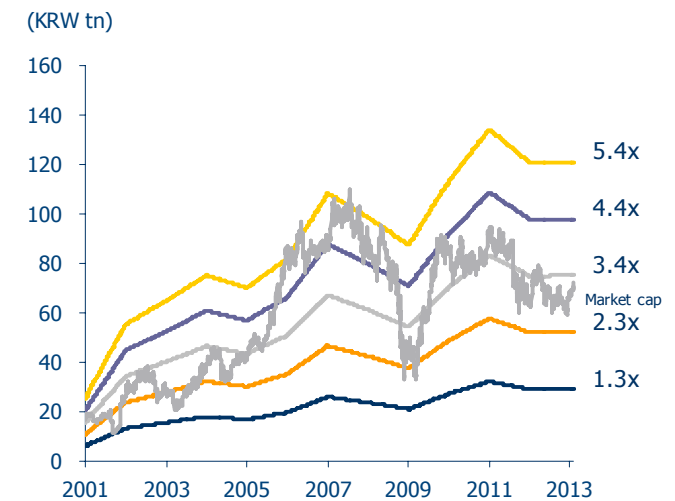
자료: 각 사, QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 은행업종 – 12M Fwd P/E



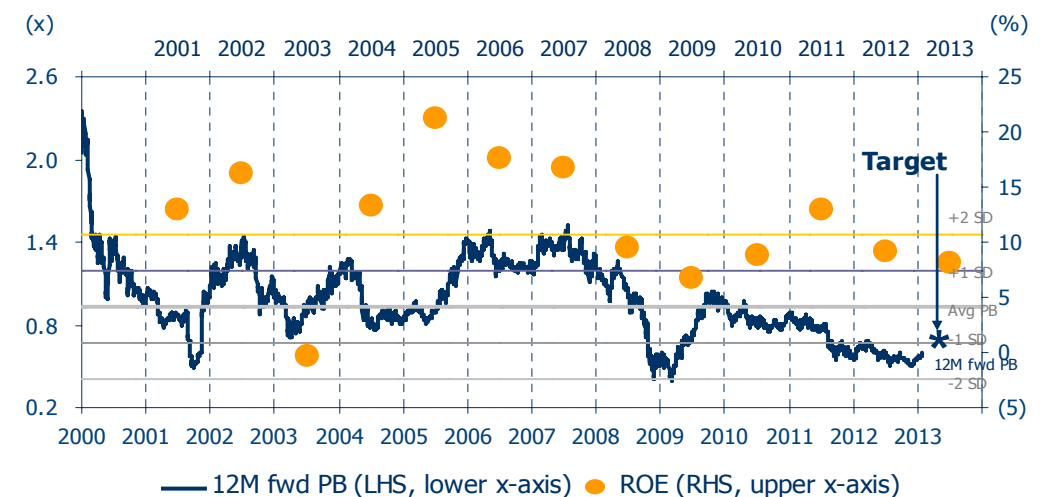
자료: 각 사, QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 은행업종 – 12M Fwd P/POP



자료: 각 사, QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 은행업종 – 12M Fwd P/BV & ROE



자료: 각 사, QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 Global peer valuation table

	Code	Price	Market cap	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)		EPS growth(%)		Dividend yield(%)		
		(Local)	(Local bn)	(US\$bn)	FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13
Korea Banks																
KB FINANCIAL GROUP INC	105560 KS	39,900	15,415	14.2	7.9	8.0	0.63	0.65	8.0	8.1	0.66	0.65	(21.5)	3.0	1.9	2.2
SHINHAN FINANCIAL GROUP LTD	055550 KS	42,100	19,964	18.4	8.3	8.8	0.77	0.71	9.2	8.4	0.78	0.74	(21.2)	2.7	2.0	2.5
WOORI FINANCE HOLDINGS CO	053000 KS	12,650	10,196	9.4	6.1	7.1	0.51	0.52	8.6	7.4	0.49	0.43	(27.0)	(8.4)	2.1	2.1
HANA FINANCIAL GROUP	086790 KS	40,000	9,722	9.0	5.4	7.0	0.61	0.56	12.0	8.3	0.76	0.46	40.8	(22.7)	1.2	1.5
INDUSTRIAL BANK OF KOREA	024110 KS	12,150	6,634	6.1	6.7	7.6	0.55	0.54	8.4	7.2	0.59	0.51	(21.5)	(9.4)	4.0	3.8
KOREA EXCHANGE BANK	004940 KS	7,710	4,972	4.6	7.8	7.1	0.55	0.51	7.3	7.4	0.61	0.62	(61.0)	9.2	0.0	1.4
BS FINANCIAL GROUP INC	138930 KS	14,900	2,881	2.7	7.1	7.3	0.78	0.80	11.6	11.5	0.87	0.86	(11.3)	9.2	2.5	2.8
DGB FINANCIAL GROUP INC	139130 KS	15,600	2,091	1.9	7.1	7.4	0.77	0.75	11.5	10.7	0.84	0.80	(13.7)	2.9	2.5	2.8
JEONBUK BANK	006350 KS	4,725	316	0.3	4.3	3.9	0.41	0.37	9.0	9.2	0.50	0.50	32.7	9.5	3.1	4.1
SAMSUNG CARD CO	029780 KS	37,050	4,293	4.0	13.2	11.5	0.69	0.66	5.1	5.6	1.85	1.93	(56.3)	20.2	2.2	2.5
Global Banks																
JPMORGAN CHASE & CO	JPM US	46.64	177.4	177.4	8.7	8.1	0.84	0.78	10.1	10.0	0.89	0.89	(1.7)	8.3	3.0	3.4
WELLS FARGO & CO	WFC US	35.11	184.9	184.9	9.6	9.1	1.17	1.07	12.8	12.5	1.38	1.39	7.5	6.2	2.9	3.3
BANK OF AMERICA CORP	BAC US	11.48	123.7	123.7	11.7	8.9	0.54	0.51	5.1	6.2	0.55	0.70	108.7	31.5	1.1	1.9
GOLDMAN SACHS GROUP INC	GS US	144.15	69.9	69.9	10.8	9.6	0.92	0.85	9.1	9.4	0.70	0.73	(5.4)	12.4	1.4	1.5
MORGAN STANLEY	MS US	22.31	44.0	44.0	10.9	8.9	0.69	0.65	6.4	7.4	1.42	1.77	21.4	22.0	1.1	1.2
CITIGROUP INC	C US	42.34	128.2	128.2	9.3	8.2	0.64	0.59	7.1	7.6	0.74	0.81	14.1	14.2	0.9	1.8
ROYAL BANK OF CANADA	RY CN	62.61	90.5	90.0	11.7	11.1	2.10	1.89	18.7	18.1	0.94	0.95	7.9	5.9	3.9	4.2
ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP	RBS LN	345.30	38.6	60.6	24.1	12.8	0.60	0.58	(1.2)	3.7	-0.06	0.16	101.3	88.9	0.0	0.5
STANDARD CHARTERED PLC	STAN LN	1662.50	40.1	63.1	12.2	11.1	1.45	1.34	12.0	12.6	0.83	0.87	6.3	10.5	3.1	3.4
BARCLAYS PLC	BARC LN	297.55	36.4	57.3	8.3	7.7	0.68	0.64	7.5	8.7	0.24	0.29	38.0	8.4	2.2	2.5
SOCIETE GENERALE	GLE FP	33.10	25.8	34.7	11.4	8.8	0.57	0.55	4.1	6.6	0.17	0.25	(21.2)	29.4	1.7	3.0
BNP PARIBAS	BNP FP	46.96	58.3	78.4	8.7	8.8	0.76	0.73	9.4	8.2	0.35	0.34	1.4	(1.7)	3.2	3.6
DEUTSCHE BANK AG-REGISTERED	DBK GR	36.54	34.0	45.7	10.7	8.8	0.61	0.58	6.2	6.9	0.16	0.17	(27.5)	21.2	2.1	2.2
BANCO SANTANDER SA	SAN SM	6.47	68.4	92.0	16.1	10.2	0.84	0.83	4.5	7.8	0.28	0.52	(54.9)	57.8	8.0	8.1
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRAL	CBA AU	64.73	104.2	108.8	14.3	13.8	2.44	2.34	17.6	17.5	1.01	1.00	1.8	3.7	5.4	5.6
AUST AND NZ BANKING GROUP	ANZ AU	26.51	72.7	76.0	11.8	11.3	1.68	1.59	14.8	14.6	0.94	0.94	4.8	4.6	5.6	5.9
ITAU UNIBANCO HOLDING S-PREF	ITUB4 BZ	34.68	156.2	78.6	11.0	10.0	1.96	1.72	19.1	18.4	1.59	1.54	(2.0)	9.4	-	-
Asia Banks																
AGRICULTURAL BANK OF CHINA-H	1288 HK	4.16	1,193.8	153.9	7.3	6.9	1.44	1.26	20.8	19.4	1.17	1.15	24.1	6.8	4.5	4.8
BANK OF CHINA LTD-H	3988 HK	3.79	1,054.9	136.0	6.5	6.4	1.05	0.95	17.0	15.7	1.06	0.98	10.2	2.7	5.3	5.3
BANK OF COMMUNICATIONS CO-H	3328 HK	6.50	483.8	62.4	6.4	6.8	1.03	0.92	17.3	14.4	1.13	1.01	2.4	(4.6)	3.2	3.5
CHINA CONSTRUCTION BANK-H	939 HK	6.65	1,655.9	213.4	7.0	6.7	1.42	1.25	21.6	19.8	1.44	1.36	16.9	4.9	4.9	5.0
CHINA CITIC BANK CORP LTD-H	998 HK	5.35	281.5	36.3	6.0	5.9	1.00	0.89	17.7	15.7	1.13	1.02	4.7	0.9	4.1	4.1
CHINA MERCHANTS BANK-H	3968 HK	18.40	393.3	50.7	7.8	7.9	1.64	1.44	22.4	19.2	1.37	1.25	16.9	(0.3)	3.1	3.1
IND & COMM BK OF CHINA-H	1398 HK	5.82	1,909.7	246.1	7.1	6.8	1.47	1.28	22.1	20.2	1.38	1.30	14.2	3.8	4.8	5.0
CHINA MINSHENG BANKING-H	1988 HK	11.42	354.7	45.7	7.3	7.2	1.58	1.37	23.2	20.2	1.38	1.24	24.3	1.5	3.2	3.3
HSBC HOLDINGS PLC	5 HK	87.25	1,612.0	207.8	12.7	11.3	1.23	1.16	9.8	10.7	0.61	0.67	21.1	12.8	3.8	4.2
STANDARD CHARTERED PLC	2888 HK	202.80	489.4	63.1	12.2	11.1	1.45	1.34	12.0	12.6	0.83	0.87	6.3	10.5	3.1	3.4
BOC HONG KONG HOLDINGS LTD	2388 HK	26.75	282.8	36.5	13.8	13.2	2.00	1.88	14.9	14.5	1.15	1.16	0.3	4.8	4.5	4.7
DAH SING BANKING GROUP LTD	2356 HK	9.30	11.6	1.5	9.8	9.2	0.72	0.68	7.6	7.8	0.78	0.82	8.8	6.5	3.3	3.5
DAH SING FINANCIAL HOLDINGS	440 HK	39.95	11.8	1.5	10.6	9.8	0.73	0.69	6.9	7.1	0.69	0.73	9.9	8.0	2.9	3.2
HANG SENG BANK LTD	11 HK	125.90	240.7	31.0	13.8	12.6	2.75	2.49	21.1	21.0	1.72	1.81	5.4	9.3	4.2	4.2
DBS GROUP HOLDINGS LTD	DBS SP	14.77	36.0	29.1	10.5	10.4	1.16	1.09	11.4	10.9	0.99	0.91	9.9	0.9	3.9	4.0
OVERSEA-CHINESE BANKING CORP	OCBC SP	9.79	33.6	27.2	10.9	12.8	1.42	1.34	14.8	10.9	1.32	0.96	38.6	(14.6)	3.5	3.5
UNITED OVERSEAS BANK LTD	UOB SP	18.72	29.5	23.8	11.2	11.1	1.30	1.22	11.9	11.4	1.09	1.04	-	0.7	3.5	3.6

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Company Analysis

- 하나금융 (086790 KS, BUY, TP: 51,000 원)
- BS금융 (138930 KS, BUY, TP: 17,000 원)
- 신한지주 (055550 KS, BUY, TP: 47,500 원)
- KB금융 (105560 KS, BUY, TP: 46,000 원)
- 우리금융 (053000 KS, BUY, TP: 15,000 원)
- 기업은행 (024110 KS, HOLD, TP: 12,500 원)
- 외환은행 (004940 KS, HOLD, TP: 8,000 원)
- DGB금융 (139130 KS, BUY, TP: 18,000 원)

Company update / Earnings preview

Korea / Banks

29 January 2013

BUY

목표주가

51,000 원

현재주가 (28 Jan 13)

40,500 원

Upside/downside (%)

25.9

KOSPI

1939.71

시가총액 (십억원)

9,844

52 주 최저/최고

30,100 - 45,300

일평균거래대금 (십억원)

38.6

외국인 지분율 (%)

67.0

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
순이자이익(십억원)	3,206.1	4,623.4	4,828.5	5,206.0
순비이자이익(십억원)	1,196.0	2,669.4	2,462.8	2,490.1
영업이익(십억원)	1,732.4	2,294.9	2,406.5	2,778.2
당기순이익(십억원)	1,222.4	1,808.3	1,397.8	1,638.2
수정당기순이익(십억원)	1,085.0	1,003.1	1,397.8	1,638.2
EPS(십억원)	5,283.8	7,440.2	5,750.9	6,740.1
EPS growth (%)	10.7	40.8	(22.7)	17.2
P/E (x)	7.66	5.44	7.04	6.01
P/POP (x)	4.08	2.75	2.68	2.47
P/B (x)	0.70	0.61	0.56	0.51
ROE (%)	9.9	12.0	8.3	8.9
배당수익률 (%)	1.5	1.2	1.5	1.5

Performance

KRW Price(LHS) Rel. to KOSPI(RHS)

43,500 38,500 33,500 28,500

Jan-12 Apr-12 Jul-12 Oct-12

105% 100% 95% 90% 85% 80% 75%

Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	16.7	33.0	1.4
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	19.6	30.5	2.7

강혜승, Analyst

3774-1903 heather.kang@miraeasset.com

차인환

3774-3935 inhwan.cha@miraeasset.com

하나금융지주 (086790 KS)

외환은행 잔여지분 인수 결정 – 긍정적

하나금융지주(하나금융) 주가는 최근 2개월간 25% 상승하며, 동기간 KOSPI 및 peer 대비 각각 23.6ppt, 3.5ppt 아웃퍼폼. 1월 28일 주식시장 개시 전, 주식교환 방식으로 외환은행(004940, HOLD, 현재주가 7,790 원, 목표주가 8,000 원) 잔여지분을 인수하여 100% 지분을 보유한 완전 자회사화 계획 공시. 당사는 1) 2013년에는 2012년에 발생했던 외환은행 인수와 관련된 일회성 비용 요인들이 축소 또는 제거됨에 따라 향상된 분기당 경정적 이익 창출력을 시현할 것으로 예상해 왔던 것에 더하여, 2) 외환은행 잔여지분 인수와 관련된 불확실성 해소, 3) 긍정적인 잔여지분 인수 효과 (ROE 상승과 향후 이익 개선 위한 전략 수행 가능)를 바탕으로, 하나금융의 주가 상승이 지속될 것으로 전망함. 하나금융에 대한 투자 의견 BUY 및 목표주가 51,000 원, 당사의 은행업종 top-pick 으로 유지. 2월 7일 발표예정인 4분기 실적은 부진할 전망. 부진한 4분기 실적과 최근 가파른 주가 상승으로 인한 주가 조정 시, 매수 기회로 활용할 것을 권고.

외환은행 잔여지분 주식교환 · 이전 결정 ...

1월 28일 장 개시 전 하나금융은, 신주발행을 통한 주식교환 방식으로 외환은행 잔여지분(40%)을 인수하여, 외환은행을 하나금융의 완전자회사(100% 지분 보유 자회사)로 편입할 계획을 공시함. 관련 법령에 따라 주식교환 비율은 1대 0.1894302로 결정되었으며, 주주총회는 3월 15일, 주주권제출기간은 3월 29일부터 4월 4일, 매매거래정지예정기간은 4월 3일부터 하나금융 교환 신주의 신규상장 시까지임. 주식 교환 및 이전 일자는 4월 5일, 신주권 교부예정일 및 신주 상장예정일은 각각 4월 25일, 4월 26일임. 주식 교환에 반대하는 주주(이사회 결의 사실)이 공시된 날의 다음날 즉, 1월 29일까지 해당 주식의 매매가 체결되어서, 주종 기준일 2월 15일 현재 주주로 등재되어 보유하고 있어야 함)는 주종 결의일 전일까지 서면으로 반대이사를 통지해야 하며, 반대이사 통지를 한 주주는 주종일 10일 이내(2013년 3월 15일부터 2013년 3월 25일)에 주식매수청구권(주식매수청구 가격은 주당 37,581 원)을 행사할 수 있음.

... 불확실성 해소, 주주가치 제고 측면 모두 긍정적

당사는 하나금융의 외환은행 잔여지분 인수 결정이 긍정적인 이벤트라고 판단하는데, 1) 불확실성 해소로 인한 투자심리 개선 측면뿐 아니라, 2) ROE를 상승시켜 주주가치를 제고하며, 3) 외환은행을 완전 자회사함으로써, 규모의 경제 달성, 이익 개선, 재무구조 및 자본비율 개선을 위한 전략 수행이 한결 용이해 질 것으로 전망함. 교환비율(1대 0.1894302)과 주식교환에 활용할 하나금융 자사주(2.02백만주)를 감안하면 하나금융이 발행할 신주는 46.8백만주로, 현재 총 발행주식수의 19.3%에 해당됨. 또한, 외환은행 잔여지분 40%에 해당하는 순이익이 지배주주지분 순이익으로 인식되지 않다가 인식되는 효과 등을 감안하면, 당사 2013년 예상 기준 하나금융의 순이익은 잔여지분 인수 이전과 비교하여 16%, 가중평균주식수를 기준으로 한 EPS는 8%, ROE는 42bps 제고될 것으로 전망함.

부진한 4Q12 실적으로 주가 하락한다면, 매력적인 매수 기회

하나금융의 2012년 4분기 순이익은 600 억원으로 블룸버그 컨센서스 1,670 억원을 크게 하회할 전망이다. 통상 4분기는 계절적으로 비용 상승 요인(연말 NPL 상각과 매각, 총당금 추가 적립, 인건비, 퇴직급여충당금 등 판관비 상승 등)이 많은 데다가, 외환은행 인수와 관련된 각종 일회성 비용을 가능한 한 2012년 4분기에 모두 인식할 전망이다. 하나은행, 외환은행의 NIM이 전분기 대비 각각 11bps, 7bps 하락한 1.59%, 2.23%, 대출자산은 전분기 대비 0.6% 성장 (하나은행 0.4%, 외환은행 0.9% 성장)하여 순이자이익이 4% 하락한 1조 1,660 억원을 기록한 것으로 추정됨.

외환은행 잔여지분 주식교환 · 이전 결정

1월 28일 장 개시 전 하나금융은, 신주발행을 통한 주식교환 방식으로 외환은행 잔여지분(40%)을 인수하여, 외환은행을 하나금융의 완전자회사(100% 지분 보유 자회사)로 편입함으로써, 경영효율성 제고, 그룹 일체성 강화 및 주주관리비용 감소에 기여토록 할 계획임을 공시했다. 관련 법령에 따라 주식교환 비율은 1대 0.1894302로 결정되어(Figure 4), 외환은행 주식 5.28주당 하나금융 주식 1주를 교환하게 된다.

주주총회는 3월 15일로 예정되었으며, 구주권 제출기간은 3월 29일부터 4월 4일, 매매거래 정지예정기간은 4월 3일부터 하나금융 교환 신주의 신규상장 시까지이다. 주식 교환 및 이전 일자는 4월 5일, 신주권 교부예정일 및 신주 상장예정일은 각각 4월 25일, 4월 26일이다. 주식 교환에 반대하는 주주(이사회 결의 사실이 공시된 날의 다음날 즉, 1월 29일까지 해당 주식의 매매가 체결되어서, 주총 기준일 즉 2월 15일 현재 주주로 등재되어 보유하고 있어야 함)는 주총 결의일 전일까지 서면으로 반대 의사를 통지해야 하며, 반대이사 통지를 한 주주는 주총일 10일 이내, 즉 2013년 3월 15일부터 2013년 3월 25일에 주식매수청구권을 행사할 수 있다. 주식매수청구 가격은 관련 법령에 의하여 하나금융 37,581원 (참고: 외환은행 7,383원)으로 결정되었다.

Figure 1 하나금융의 외환은행 잔여지분 주식교환 및 이전 일정

2013-01-28	하나금융-외환은행 주식교환 이사회 결의일
2013-01-28	주식의 포괄적 교환계약서 체결일
2013-01-28	기준일 및 주주명부 폐쇄 공고
2013-02-15	주주확정 기준일
2013-02-16	주주명부 폐쇄기간 시작일
2013-02-25	주주명부 폐쇄기간 종료일
	주식교환 반대이사 통지 접수 기간 (주식교환 승인을 위한 주주총회 전까지)
2013-02-28	주주총회 소집 통지 및 공고 예정일
2013-03-15	주식교환 승인을 위한 주주총회일
2013-03-15	주식매수청구권 행사기간 시작일
2013-03-25	주식매수청구권 행사기간 종료일
2013-03-29	외환은행 주권실효통지 및 공고 예정일
2013-04-03	외환은행 매매거래정지 예정일 (하나금융 교환신주 신규 상장시까지)
2013-04-05	하나금융-외환은행 주식교환일 (4.5일 0시)
2013-04-09	주식교환 등기 예정일
2013-04-25	하나금융 신주권교부 예정일
2013-04-25	주식매수대금 지급 기한
2013-04-26	하나금융 신주 상장 및 외환은행 상장폐지 예정일

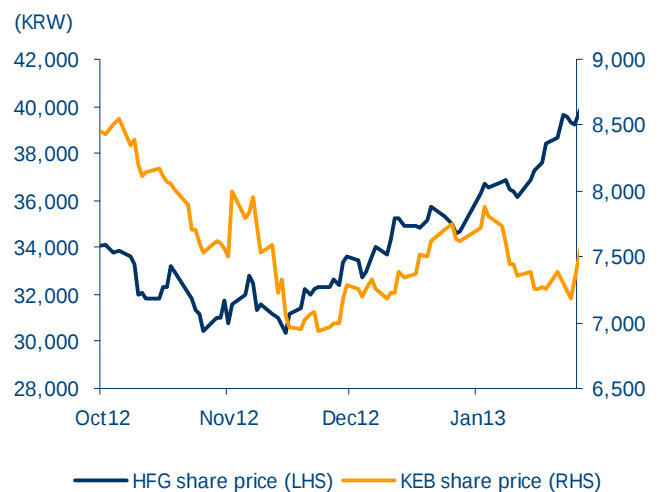
자료: KRX, 하나금융, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 하나금융, 외환은행 주가 추이 (2010-)



자료: KRX, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 하나금융, 외환은행 주가 추이 (2012.10 월-)



자료: KRX, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 하나금융 - 외환은행 주식 교환 비율

(KRW)			HFG	KEB
Share price	1D	(a)	39,250	7,330
Weighted average share price	1W	(b)	39,353	7,285
Weighted average share price	1M	(c)	37,482	7,443
Average of (a), (b), & (c)		(d)	38,695	7,353
Base price for share swap (lower of (a) or (d))			38,695	7,330
Share swap ratio				0.189430

자료: KRX, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

주 1. 2013년 1월 27일 기준

2. 주식 교환 관련 법령: 상법 제 360 조의 2, 자본시장법 제 417 조, 금융지주회사법 제 62 조의 2

Figure 5 하나금융, 외환은행 - 주식매수 청구 가격

(KRW)			HFG	KEB
Share price	1D	(a)	39,250	7,330
Weighted average share price	1W	(b)	39,353	7,285
Weighted average share price	1M	(c)	37,482	7,443
Weighted average share price	2M	(d)	35,908	7,421
Put-back option exercise price (average of (b), (c), & (d))			37,581	7,383

자료: KRX, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

주 1. 2013년 1월 27일 기준

2. 주식 매수청구 관련 법령: 상법 제 360 조의 5, 자본시장법 제 165 조의 5, 금융지주회사법 제 62 조의 2

주식교환 통한 잔여지분 인수 발표 - 불확실성 해소, ROE 제고 측면 모두 긍정적

당사는 하나금융의 외환은행 잔여지분 인수 결정이 긍정적인 이벤트라고 판단하는데, 1) 불확실성 해소를 인한 투자심리 개선 측면뿐 아니라, 2) ROE를 상승시켜 주주가치를 제고하며, 3) 외환은행을 완전 자회사함으로써, 규모의 경제 달성, 이익 개선, 재무구조 및 자본비용 개선을 위한 전략 수행이 한결 용이해 질 것으로 전망하기 때문이다. 교환비율(1 대 0.1894302)과 주식교환에 활용할 하나금융 자사주(2.02백만주)를 감안하면 하나금융이 발행할 신주는 46.8백만주로, 현재 총발행주식수의 19.3%에 해당된다. 또한, 외환은행 잔여지분 40%에 해당하는 순이익이 지배주주지분 순이익으로 인식되지 않다가 지배주주지분 인식되는 효과가 있다. 하나금융, 외환은행 모두 현재 주가가 주식매수청구 가격을 상회함에 따라 주식매수청구가 발생하지 않는다고 가정하면, 당사 2013년 예상 기준 하나금융의 순이익은 잔여지분 인수 이전과 비교하여 16%, 가중평균주식수를 기준으로 한 EPS는 8%, ROE는 42bps 제고될 것으로 예상된다. 이는 향후 발생 가능한 규모의 경제 달성에 따른 이익 개선, 비용 절감 등의 시너지 효과를 감안하지 않은 것으로, 향후 경영진의 확실한 전략 수립 및 execution 추이를 지켜볼 계획이다.

Figure 6 하나금융 - 외환은행 잔여 지분 인수 효과 (2013E)

	Before swap (1)	After swap (2)	Change (%, ppt)
Net profit (KRW bn)	1,398	1,617	16
No of shares (ending) ('000 shrs)	243,050	289,894	19
EPS (KRW)	5,751	6,206	8
BPS (KRW)	72,234	72,291	0
ROE (%)	8.30	8.72	0.42
Tier 1 capital (%)	8.3	9.9	1.5

자료: 하나금융, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

부진한 4Q12 실적으로 주가 하락한다면, 매력적인 매수 기회

하나금융의 2012년 4분기 순이익은 600억원 (전년동기 대비 -59%, 전분기 대비 -74%)으로 블룸버그 컨센서스 1,670억원을 크게 하회할 전망이다. 통상 4분기는 계절적으로 비용 상승 요인(연말 NPL 상각과 매각, 총당금 추가 적립, 인건비, 퇴직급여충당금 등 판관비 상승 등)이 많은 데다가, 외환은행 인수와 관련된 각종 일회성 비용을 가능한 한 2012년 4분기에 모두 인식할 것으로 예상되기 때문이다. 이러한 점이 3분기 실적 발표 컨퍼런스 콜에서 경영진에 의해 발표된 바 있는 점 등을 감안할 때, 부진한 4분기 실적은 투자자들에게 이미 알려진 것으로 추정된다. 부진한 4분기 실적으로 인해 주가가 하락한다면, 매력적인 매수 기회라는 판단이다.

하나은행, 외환은행의 NIM이 전분기 대비 각각 11bps, 7bps 하락한 1.59%, 2.23% (그룹 NIM이 전분기 대비 11bps 하락한 2.01%), 대출자산은 전분기 대비 0.6% 성장 (하나은행 전분기 대비 0.4%, 외환은행 전분기 대비 0.9% 성장) 하여 순이자이익이 4% 하락한 1조 1,660억원을 기록한 것으로 추정된다. 보유중인 태산LCD, POSCO 등에 대한 투자유가증권 감액 손실로 약 530억원을 인식한 것으로 추정된다. 보험수리적 가정(특히 할인율) 변경 등으로 인한 퇴직급여충당금 1,200억원, 임금인상 소급분 약 400억원 등으로 판관비는 전분기 대비 11% 상승한 1조 700억원으로 예상된다. 총당금 비용은 전분기 대비 12% 상승한 4,030억원으로 총여신 대비 18bps (전년동기 17bps, 전분기 16bps)로 예상하는데, 연말 금감원 지도에 따라 조선사에 대한 추가 총당금 적립, 선물환 파생상품 관련 기타 총당금 인식 등과 외환은행의 자산건전성 분류 및 총당금 적립 기준을 하나은행과 통일하는 작업(경험손실률 산정 시 적용하는 부도율과 손실률에 대하여 관찰기간을 외환은행의 과거 2년에서 하나은행과 같은 과거 5년으로 변경)에서 발생하는 추가 총당금이 포함되었다.

2012-14년 이익 추정 7-10% 하향 조정, 그러나 2013년부터 향상된 이익 창출력 보여줄 것

예상보다 가파른 NIM 하락세와 총당금 비용을 반영하여 하나금융의 2012년, 2013년, 2014년 순이익 추정치를 각각 9.7%, 8%, 6.6% 하향 조정했다. 그러나, 하나금융의 2013년 순이익은 1조 3,980억원으로, 외환은행 인수로 인한 여가매수차익 (1Q12: 1조 390억원, 2Q12: 1,167억원)이 반영된 2012년을 제외하면, 단연 최고 연간 순이익을 기록할 전망이다. 하나은행의 2013년 NIM은 1.56%로 2012년 예상 1.70% 대비 14bps 하락할 것으로 예상하며, 외환은행의 2013년 NIM은 2.2%로 2012년 대비 15bps 하락할 것으로 예상된다. 대출 자산은 전년 대비 6.4% 증가하는 것으로 전망했는데, 하나은행이 전년 대비 5.5%, 외환은행이 전년 대비 8.1% 성장하는 것을 가정했다. 당사는 하나금융의 credit cost가 2012년에 경기 악화, 웅진그룹 신용이벤트, 외환은행 인수 이후 외환은행 총당금 적립 기준을 하나은행과 통일시키는 과정에서의 추가 총당금 인식 등의 영향으로 2011년의 42bps 대비 17bps 상승한 59bps를 기록할 것으로 보며, 2013년 credit cost는 2012년 대비 안정된 54bps로 예상된다. 일반관리비는 2012년 지급된 합병 관련 상여금, 회계 변경에 따라 보험수리적 가정 변경에 따른 퇴직급여충당금 손익계산서 비용 미인식, 비용 절감 노력 등에 힘입어 전년 동기 대비 3% 감소한 3.6조를 기록할 전망이다.

Figure 7 하나금융 - 실적 추정 변경

(십억원)	New			Old			Change (%, ppt)		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
순이자수익	4,623	4,829	5,206	4,652	4,940	5,281	(0.6)	(2.3)	(1.4)
순비이자수익	2,669	2,463	2,490	2,881	2,604	2,711	(7.3)	(5.4)	(8.2)
총순영업수익	7,293	7,291	7,696	7,533	7,545	7,992	(3.2)	(3.4)	(3.7)
판관비	3,717	3,624	3,717	3,666	3,801	3,897	1.4	(4.6)	(4.6)
총당금적립전영업이익	3,575	3,667	3,979	3,867	3,744	4,095	(7.5)	(2.1)	(2.8)
총당금전입액	1,280	1,261	1,201	1,296	1,152	1,154	(1.2)	9.4	4.1
영업이익	2,295	2,407	2,778	2,571	2,591	2,941	(10.8)	(7.1)	(5.5)
영업외수익	(25)	(6)	(6)	(22)	(3)	(3)	12.2	134.8	133.7
세전이익	2,270	2,401	2,772	2,549	2,589	2,939	(11.0)	(7.3)	(5.7)
당기순이익	1,808	1,398	1,638	2,003	1,519	1,754	(9.7)	(8.0)	(6.6)

자료: 하나금융, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 하나금융 - 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
순이자이익	1,040	1,207	1,211	1,166	1,159	1,187	1,228	1,255	3,206	4,623	4,829
비이자이익	1,454	308	435	473	613	613	618	618	1,196	2,669	2,463
일반관리비	795	890	962	1,070	913	841	867	1,004	2,108	3,717	3,624
총당금전입액	282	238	358	403	263	295	276	426	562	1,280	1,261
영업이익	1,417	387	326	166	596	665	703	443	1,732	2,295	2,407
순이익	1,315	201	232	60	355	393	413	236	1,222	1,808	1,398

자료: 하나금융, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 BUY, 목표주가 51,000, 은행업종 top-pick 유지

당사는 하나금융에 대해 2013년 목표 P/B 0.7 배를 적용한 목표주가 51,000 원을 유지한다. 목표 P/B는 지속가능 ROE 8.5%, 장기 성장률 3%, 자본비용 10.8%를 가정하여 산출했다. 하나금융의 과거 10년 평균 12개월 Fwd P/B는 0.8 배이고, 5년 평균 12개월 Fwd P/B는 0.6 배이다. 하나금융의 외환은행 잔여지분 인수로 불확실성이 제거되고, 이익창출력이 뚜렷이 향상된 점, 레버리지 제고로 인해 peer 대비 ROE 하락폭이 적을 것으로 예상되는 점 등은 당사의 목표 P/B 0.7 배를 충분히 정당화 한다는 판단이다.

Figure 9 하나금융 - Target price valuation

Sustainable ROE	8.5%
Growth	3%
Cost of equity	10.8%
Cost of Equity	10.8%
Rf	3.0%
Beta	1.3
Mkt Premium	6.2%
Fair P/B (x)	0.7
2013E BVPS (KRW)	72,234
Target price (KRW)	51,000

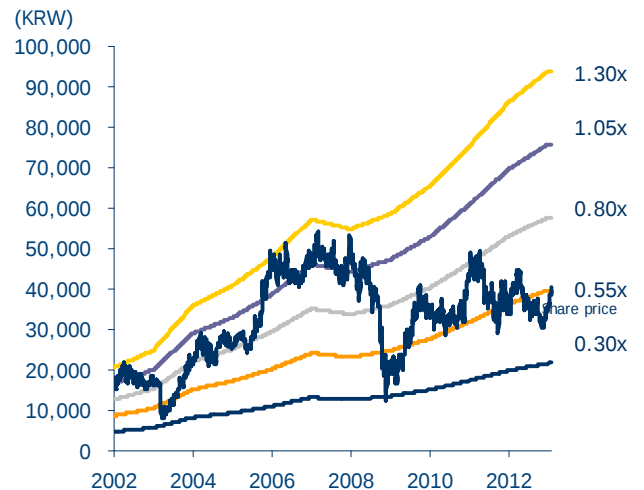
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 하나금융 - 12M fwd & target P/BV



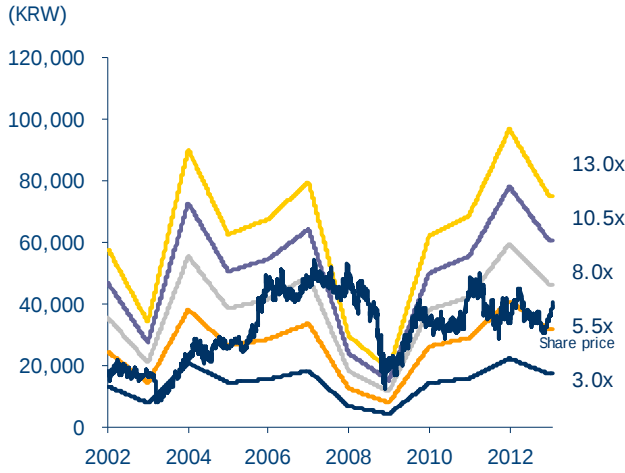
자료: 하나금융, Quantilise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 하나금융 - 12M fwd P/BV



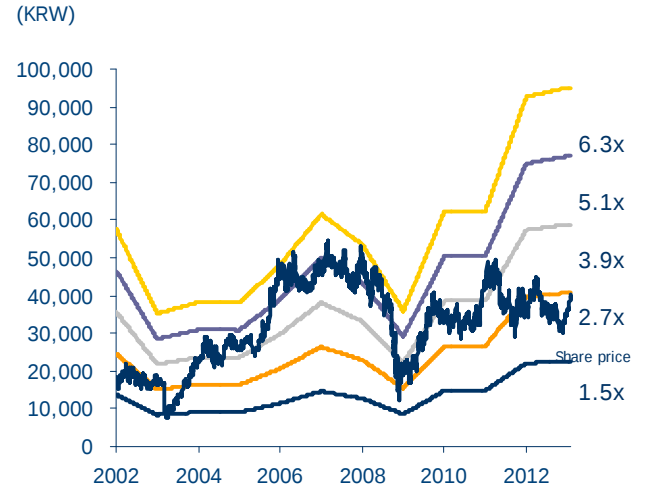
자료: 하나금융, Quantilise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 하나금융 – 12M fwd P/E



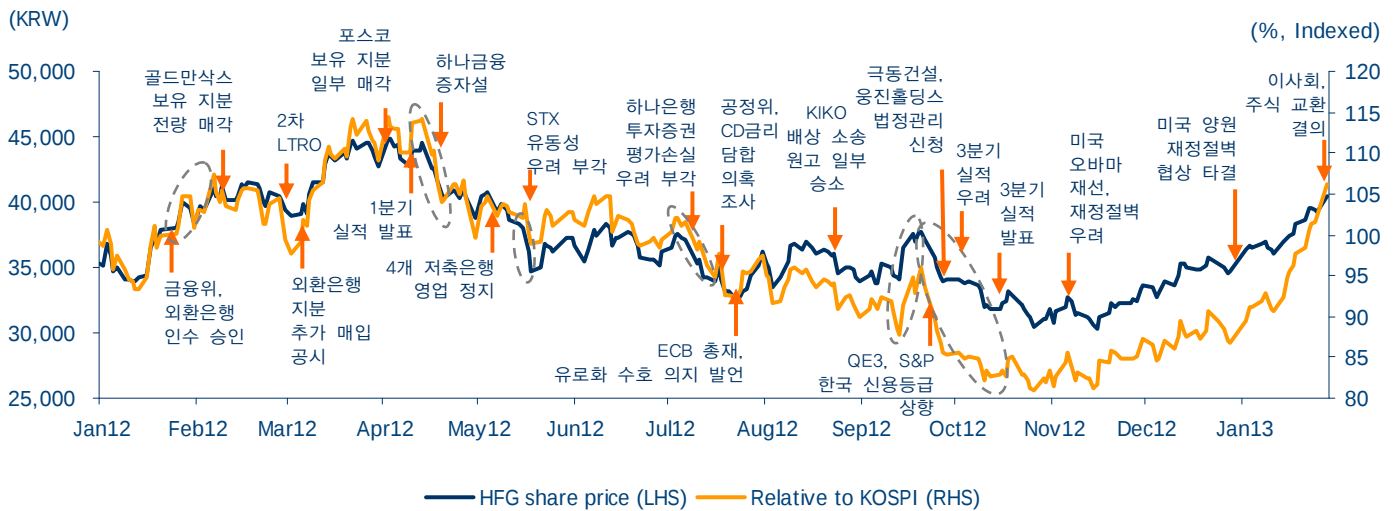
자료: 하나금융, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 하나금융 – 12M fwd P/POP



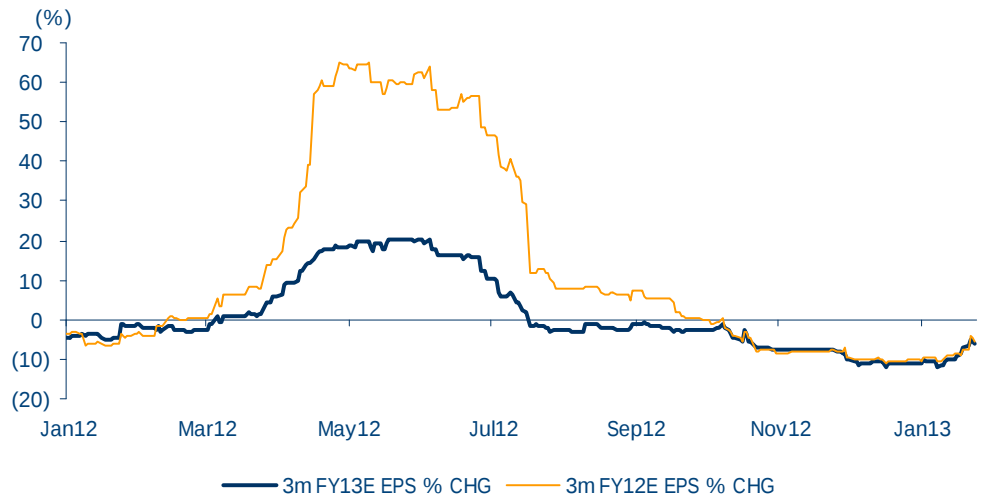
자료: 하나금융, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 하나금융 – 주가와 주요 이벤트



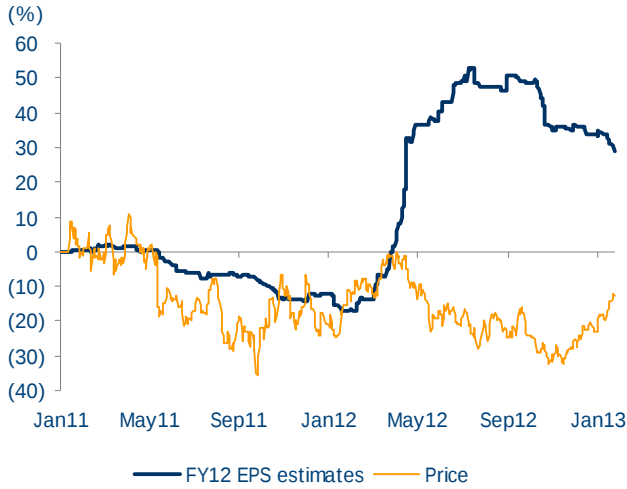
자료: 하나금융, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 15 하나금융 – Consensus EPS change momentum



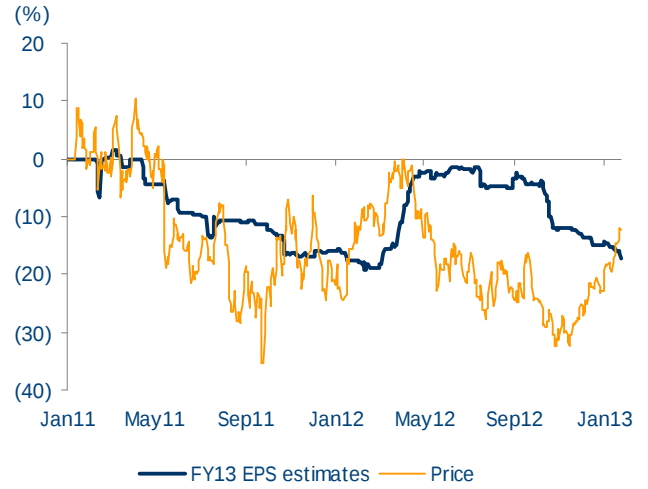
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 16 하나금융 – 2012E consensus EPS와 주가 추이



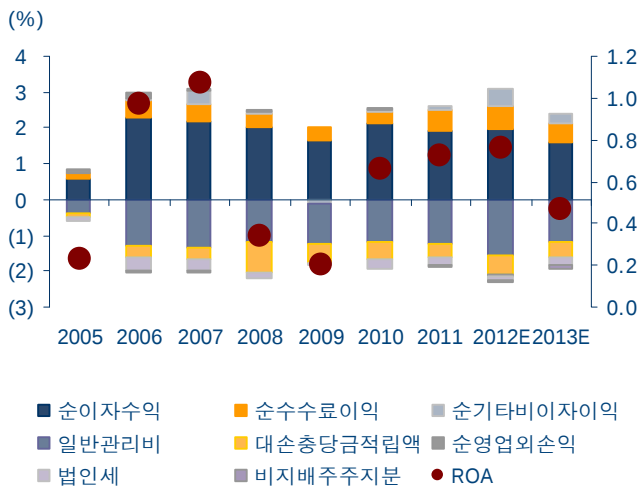
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 17 하나금융 – 2013E consensus EPS와 주가 추이



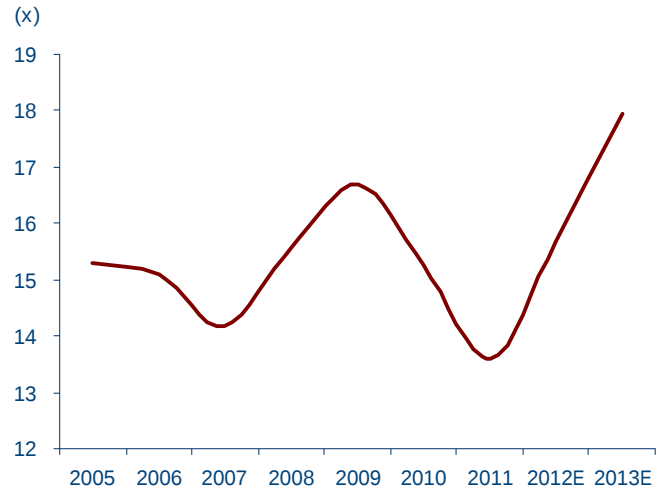
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 18 하나금융 – ROA breakdown



자료: 하나금융, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 19 하나금융 – Leverage



자료: 하나금융, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 20 은행주 주간 외국인/기관 순매수 추이 (2013)

(십억원)	신한지주		KB금융		우리금융		하나금융		기업은행		외환은행		BS금융		DGB금융		8개사 합	
	외국인	기관	외국인	기관	외국인	기관	외국인	기관	외국인	기관	외국인	기관	외국인	기관	외국인	기관	외국인	기관
1월 첫째주 (2-4)	(2)	28	43	(2)	9	14	26	12	5	(2)	2	1	5	0	2	0	90	51
1월 둘째주 (7-11)	29	(21)	18	(12)	2	(10)	88	(67)	4	3	(7)	(1)	13	(5)	(1)	0	146	(113)
1월 셋째주 (14-18)	(6)	22	26	5	(13)	55	11	16	5	(6)	(6)	(0)	(11)	10	(1)	0	3	103
1월 넷째주 (21-25)	(34)	63	51	(11)	(3)	21	111	(97)	(1)	3	(3)	0	(2)	12	(8)	6	111	(3)
1월 다섯째주 (28)	6	14	7	15	5	8	13	(6)	1	7	(0)	9	0	3	1	3	34	52
연초 이후	(8)	106	144	(5)	0	88	249	(141)	14	5	(15)	9	5	20	(6)	10	384	90

자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 21 은행주 valuation table

Company		신한지주	KB금융	우리금융	하나금융	기업은행	외환은행	BS금융	DGB금융
Code		055550	105560	053000	086790	024110	004940	138930	139130
Rating		BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY	BUY
TP		47,500	48,000	15,000	51,000	12,500	8,000	17,000	18,000
Share price		42,150	40,750	12,950	40,500	12,250	7,790	14,850	15,300
Upside(Downside)		12.7	17.8	15.8	25.9	2.0	2.7	14.5	17.6
Market cap. (KRW bn)		19,988	15,744	10,438	9,844	6,689	5,024	2,872	2,051
Foreign ownership (%)		63.1	66.0	24.5	67.0	12.9	19.1	62.2	74.8
P/BV (x)	2010	0.98	0.88	0.72	0.80	0.75	0.60	1.13	1.00
	2011	0.91	0.69	0.60	0.70	0.60	0.58	0.97	0.90
	2012E	0.77	0.67	0.55	0.61	0.57	0.55	0.87	0.81
	2013E	0.71	0.66	0.52	0.56	0.53	0.51	0.79	0.73
P/E (x)	2010	9.3	178.3	8.7	8.5	6.1	4.9	8.3	8.9
	2011	7.1	6.6	4.9	7.7	5.4	3.0	7.1	6.4
	2012E	8.7	8.1	6.5	5.4	6.7	7.8	7.5	7.0
	2013E	8.1	7.8	6.5	7.0	7.0	7.1	7.3	7.0
Norm. P/E (x)	2010	9.3	27.0	8.7	8.5	6.1	6.6	8.3	8.9
	2011	8.0	7.4	7.2	8.6	5.4	5.5	7.1	6.4
	2012E	9.5	8.1	8.1	9.8	6.7	9.7	7.3	7.0
	2013E	8.1	7.8	6.5	7.0	7.0	7.1	7.3	7.0
P/PPOP (x)	2010	5.1	4.7	2.2	4.1	2.3	2.7	4.7	3.5
	2011	4.4	3.2	1.9	4.1	2.4	1.9	4.2	3.7
	2012E	4.5	3.8	2.3	2.8	2.8	3.3	4.2	4.0
	2013E	4.1	3.7	2.4	2.7	2.8	3.3	4.1	3.8
Div. yield (%)	2010	1.8	0.3	1.9	1.7	3.3	13.9	1.7	2.0
	2011	1.8	1.8	1.9	1.5	4.7	19.4	2.4	2.3
	2012E	2.1	1.8	1.9	1.2	3.9	-	2.4	2.3
	2013E	2.5	2.0	1.9	1.5	3.7	1.3	2.7	2.6
ROE (%)	2010	11.0	0.5	8.5	10.0	13.1	12.5	14.6	12.0
	2011	13.2	11.6	13.3	9.9	12.3	19.5	14.8	14.8
	2012E	9.5	8.4	8.9	12.0	8.8	7.3	12.3	12.1
	2013E	9.1	8.5	8.3	8.3	7.8	7.4	11.5	10.9
ROA (%)	2010	0.9	0.0	0.4	0.7	0.8	1.1	1.0	0.8
	2011	1.1	0.9	0.7	0.7	0.8	1.7	1.1	1.0
	2012E	0.8	0.7	0.5	0.8	0.6	0.6	0.9	0.9
	2013E	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6	0.9	0.8
EPS growth (%)	2010	79.8	(84.3)	16.5	230.0	77.0	14.5	30.2	33.4
	2011	31.2	2,586.8	78.8	10.7	12.3	62.0	17.4	39.0
	2012E	(18.7)	(17.8)	(24.4)	40.8	(18.3)	(61.0)	(5.6)	(9.0)
	2013E	7.7	3.8	(0.4)	(22.7)	(5.5)	9.2	3.3	(0.3)
Norm. EPS growth (%)	2010	79.8	4.0	16.5	230.0	77.0	44.8	30.2	33.4
	2011	16.8	266.9	22.1	(1.7)	12.3	19.3	16.4	39.0
	2012E	(15.9)	(8.9)	(11.9)	(12.0)	(18.3)	(43.0)	(2.7)	(9.0)
	2013E	16.8	3.8	25.2	39.3	(5.5)	36.3	1.1	(0.3)
PPOP margin (%)	2010	1.7	1.2	1.1	0.8	1.8	2.0	1.9	1.9
	2011	1.8	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.7	1.7
	2012E	1.6	1.8	1.6	1.4	2.2	2.0	1.8	2.0
	2013E	1.6	1.5	1.8	1.5	1.8	2.8	1.8	1.8

자료: 각 사, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
이자수익	7,856	11,517	12,028	12,607
이자비용	4,650	6,893	7,199	7,401
순이자이익	3,206	4,623	4,829	5,206
순수수료이익	978	1,561	1,627	1,683
순기타비이자이익	218	1,109	835	807
총운영업이익	4,402	7,293	7,291	7,696
일반관리비	2,108	3,717	3,624	3,717
총당금적립전영업이익	2,294	3,575	3,667	3,979
총당금전입액	562	1,280	1,261	1,201
영업이익	1,732	2,295	2,407	2,778
손영업외이익	(17)	(25)	(6)	(6)
세전이익	1,716	2,270	2,401	2,772
법인세비용	413	311	581	671
당기순이익	1,303	1,959	1,820	2,101
당기순이익 (지배주주지분)	1,222	1,808	1,398	1,638
당기순이익 (수정)	1,085	1,003	1,398	1,638
핵심이익	4,184	6,184	6,456	6,889
핵심 PPOP (핵심이익-SG&A)	2,077	2,467	2,832	3,172

자료: 하나금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
현금 및 예치금	11,053	18,223	18,797	19,450
금융자산	29,960	46,648	47,914	49,421
대출채권 및 수취채권	129,182	201,010	213,917	224,399
유형자산	1,828	3,151	3,129	3,114
기타자산	6,206	25,859	25,471	25,147
자산총계	178,229	294,892	309,228	321,531
예수부채	104,552	178,823	184,734	190,846
차입부채	15,442	24,942	25,419	25,937
사채	28,481	33,171	33,809	34,505
기타부채	14,933	36,947	42,545	45,628
부채총계	163,408	273,884	286,507	296,916
자본금	1,215	1,215	1,215	1,215
신종자본증권	299	299	299	299
자본잉여금	6,669	6,797	6,797	6,797
이익잉여금	5,677	7,385	8,814	10,411
자본조정	(71)	(81)	(81)	(81)
기타포괄손익누계액	291	512	512	512
비지배지분	740	4,882	5,164	5,461
자본총계	14,821	21,009	22,721	24,614

자료: 하나금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

DuPont analysis (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
이자수익	4.67	4.87	3.98	4.00
이자비용	2.76	2.91	2.38	2.35
순이자수익	1.90	1.95	1.60	1.65
순수수료이익	0.58	0.66	0.54	0.53
순기타비이자이익	0.13	0.47	0.28	0.26
총영업이익	2.61	3.08	2.41	2.44
일반관리비	1.25	1.57	1.20	1.18
총당금적립전이익	1.36	1.51	1.21	1.26
총당금전입액	0.33	0.54	0.42	0.38
손영업외손익	(0.01)	(0.01)	0.00	0.00
세전이익	1.02	0.96	0.79	0.88
법인세비용	0.25	0.13	0.19	0.21
비지배지분순이익	0.05	0.06	0.14	0.15
ROA	0.73	0.76	0.46	0.52
레버리지 (x)	13.60	15.66	17.94	17.18
ROE	9.88	11.97	8.30	8.93
자산건전성 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
고정비하여신비율	1.12	1.27	1.23	1.22
요주의비하여신비율	2.45	2.92	2.86	2.83
총당금커버리지비율	148.90	136.80	140.80	144.80
총당금비율 (총여신대비)	1.66	1.74	1.74	1.76
총당금 전입액 (대출자산대비)	0.44	0.64	0.59	0.54
총당금 전입액 (총여신대비)	0.42	0.59	0.54	0.49
Per share items (원)	2011A	2012E	2013E	2014E
EPS (reported)	5,284	7,440	5,751	6,740
EPS (normalized)	4,690	4,127	5,751	6,740
BVPS	57,935	66,351	72,234	78,803
DPS (common share)	600	500	600	600
PPOP / share	9,918	14,710	15,088	16,371

자료: 하나금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Key ratios (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
성장성 (YoY)				
원화대출금 성장률 (은행)	8.6	51.2	6.3	4.9
대출 성장률	16.5	55.6	6.4	4.9
예금 성장률	8.5	71.0	3.3	3.3
자본 성장률	30.3	41.7	8.1	8.3
총자산 성장률	12.4	65.5	4.9	4.0
순이자수익 성장률	(1.9)	44.2	4.4	7.8
순수수료이익 성장률	98.9	59.5	4.3	3.4
총당금적립전영업이익 성장률	9.6	55.8	2.6	8.5
영업이익 성장률	35.3	32.5	4.9	15.4
당기순이익 성장률	20.9	47.9	(22.7)	17.2
수익성				
예대금리차 (은행)	1.8	1.6	1.5	1.5
순이자마진 (은행)	2.0	1.7	1.6	1.6
PPOP margin	1.4	1.5	1.2	1.3
ROA	0.7	0.8	0.5	0.5
ROE	9.9	12.0	8.3	8.9
유동성				
원화 예대율 (CD 등 제외) (은행)	101	98.8	98.3	98.3
총자산대비 대출채권	72.5	68.2	69.2	69.8
자산건전성				
BIS 자기자본비율	13.3	10.3	11.6	11.6
기본자본비율 (Tier 1 자본비율)	9.4	8.3	8.3	8.5
보완자본비율 (Tier 2 자본비율)	3.8	2.0	3.2	3.1
영업효율성				
비용-수익 비율	47.9	51.0	49.7	48.3
비용-자산 비율	1.2	1.3	1.2	1.2
배당				
배당성향	11.1	6.2	7.9	6.9

자료: 하나금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

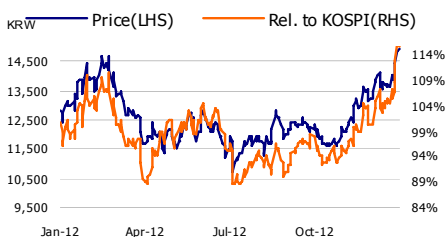
Earnings preview

Korea / Banks	
30 January 2013	BUY
목표주가	17,000 원
현재주가 (29 Jan 13)	14,900 원
Upside/downside (%)	14.1
KOSPI	1955.96
시가총액 (십억원)	2,881
52 주 최저/최고	10,550 - 15,050
일평균거래대금 (십억원)	6.3
외국인 지분율 (%)	62.1

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
순이익(십억원)	1,024.6	1,144.4	1,219.9	1,325.4
순이익(십억원)	135.0	114.1	111.6	113.3
영업이익(십억원)	536.3	482.8	520.4	592.1
당기순이익(십억원)	400.3	359.9	393.0	448.8
수정당기순이익(십억원)	396.9	368.3	393.0	448.8
EPS(십억원)	2,097.2	1,860.9	2,032.1	2,320.8
EPS growth (%)	17.4	(11.3)	9.2	14.2
P/E (x)	5.27	7.09	7.33	6.42
P/POP (x)	3.14	3.82	4.03	3.61
P/B (x)	0.72	0.78	0.80	0.73
ROE (%)	14.8	11.6	11.5	11.9
배당수익률 (%)	2.5	2.5	2.8	3.2

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	12.9	22.1	15.1
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	14.9	18.7	15.5

강해승, Analyst

3774-1903 heather.kang@miraesasset.com

차인환

3774-3935 inhwan.cha@miraesasset.com

BS 금융지주 (138930 KS)

2013 년에도 업종 최고 대출성장률과 ROE

2012 년 BS 금융은 주가가 19.5% 상승하며, 25.1% 상승한 우리금융(053000, BUY, 현재주가 12,650 원, 목표주가 15,000 원)과 함께 9.4% 상승한 KOSPI 를 크게 아웃퍼폼한 은행주. BS 금융의 경우, 업계 최고의 대출자산 성장률과 수익성(ROE) 등 견조한 펀더멘털이 주가 강세의 근거였다고 판단함. 당사는 2013 년에도 BS 금융이 업종 최고의 대출자산 성장률과 수익성을 기록할 것으로 전망하며, 하나금융(086790, BUY, 현재주가 40,000 원, 목표주가 51,000)과 함께 2013 년 은행업종 top-pick 중 하나로 유지.

4Q12 preview – 순이익 510 억원(-36% YoY, -55% QoQ) 추정

BS 금융의 2012 년 4분기 순이익(2 월 6 일 장 종료 후 발표 예정)은 510 억원으로 블룸버그 컨센서스 686 억원을 하회할 전망. 예상을 상회하는 판관비와 총당금 비용이 원인인 것으로 판단됨. 4 분기에 퇴직급여부채 보험수리적 가정 변경 등에 따른 퇴직급여충당금 인식, 임금인상분 반영 등 비용 요인이 많은 데다가, 2012 년 신축 완료된 연수원과 새로 도입된 IT 시스템 상각 비용 증가, 전년 대비 명예퇴직 인원 늘어남에 따라 명예퇴직 비용 증가, 저축은행 인수로 2011 년에는 존재하지 않던 저축은행 판관비 증가 등으로 인해, 4 분기 판관비는 전년동기 및 전분기 대비 각각 18%, 44% 증가한 1,910 억원으로 추정됨. 연말 은행 총당금 기준 강화와 BS 캐피탈 총당금 증가로 인해 BS 금융의 4 분기 총당금 비용은 전년동기 대비 104%, 전분기 대비 88% 증가한 560 억원을 기록할 전망.

높은 자산 성장이 NIM 하락을 상쇄, 4분기 NIM은 -10bps, 대출성장 +1.7% QoQ

NIM은 전분기 대비 10bps 하락한 2.60%를 기록한 것으로 추정되며, 원화대출금은 전분기 대비 1.7% 증가하여 2012 년에 전년 대비 13.4% 대출성장 기록한 것으로 추정. 그룹 기준 4분기 순이자이익은 NIM 하락에도 불구하고, 은행 대출자산 성장 및 비은행 자회사의 자산 성장에 힘입어, 전년동기 및 전분기 대비 각각 7%, 2% 증가한 2,890 억원을 기록할 전망. 핵심이익(순이자이익+순수수료이익)은 전년동기 대비 8%, 전분기 대비 2% 증가한 3,190 억원으로 추정.

2013 년 순이익 3,930 억원(+9% YoY)으로, 견조한 실적 지속 예상

BS 금융의 2013 년 순이익은 3,930 억원으로 2012 년 예상 순이익 3,600 억원 대비 9% 성장할 것으로 전망함. 업종 전반적으로 나타난 현상과 같이, 2012 년에 부산은행의 NIM 하락폭이 컸는데 (3 분기까지, 2011 년 4 분기 대비 18bps 하락), 4 분기에도 전분기 대비 10bps, 2013 년 1 분기에는 전분기 대비 4bps 추가 하락할 것으로 예상함. 그러나, 2013 년 2 분기부터는 NIM 이 안정화 될 것으로 예상하는데, 2013 년 동사의 경영전략이 대출 성장보다는 마진 관리에 더욱 초점을 둘 것으로 보이고, 대출 금리 하락 요인으로 작용한 비우호적 규제 영향과 시장금리 인하 폭이 점차 완화 및 축소될 것으로 전망하기 때문임. 상대적으로 양호한 지역 경기 기반으로 대출 자산이 전년 대비 9.2% 성장할 것으로 예상되며, NIM 하락 효과를 상쇄하며, 순이자이익은 2012 년 예상 1 조 1,440 억원 대비 7% 성장한 1 조 2,200 억원을 기록할 것으로 전망함. 총여신 대비 credit cost 는 62bps 로 2012 년 예상 54bps 대비 상승하는 것으로 예상하고 있음. 일반관리비는 효율적 비용 관리에 중점을 둔다는 당사의 정책에도 불구하고, 비은행 (캐피탈, 증권, 저축은행 등) 성장 전략이 상승 요인이 되어 2012 년 대비 4% 증가할 것으로 전망함.

Figure 1 BS 금융 – 실적 추정 변경

(십억원)	New			Old			Change (%, ppt)		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
순이자수익	1,144	1,220	1,325	1,138	1,146	1,218	0.5	6.4	8.8
순비이자수익	114	112	113	122	145	164	(6.5)	(23.0)	(30.8)
총순영업이익	1,258	1,331	1,439	1,260	1,291	1,382	(0.2)	3.1	4.1
판관비	591	616	641	572	597	621	3.3	3.2	3.2
총당금적립전영업이익	668	715	798	689	694	761	(3.0)	3.0	4.8
총당금전입액	185	195	206	176	172	177	5.0	13.2	16.4
영업이익	483	520	592	512	522	584	(5.7)	(0.3)	1.3
영업외수익	(5)	(2)	0	(4)	0	0	n.a.	n.a.	n.a.
세전이익	478	518	592	508	522	584	(6.0)	(0.7)	1.3
당기순이익	360	393	449	383	396	443	(6.0)	(0.7)	1.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Figure 2 BS 금융 – 분기/연간 수익 추정

(단위:십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
순이자이익	289	282	283	289	292	300	310	317	1,025	1,144	1,220
비이자이익	34	26	28	26	27	28	28	28	135	114	112
일반관리비	128	138	133	191	133	144	142	197	489	591	616
총당금전입액	47	53	30	56	40	53	40	61	135	185	195
영업이익	148	117	149	68	146	131	156	88	536	483	520
순이익	110	86	113	51	110	99	118	66	400	360	393

자료: BS 금융, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Figure 3 BS 금융 – Target price valuation

Sustainable ROE	10.3%
Growth	3%
Cost of equity	11.1%
Cost of equity	11.1%
Rf	3.0%
Beta	1.3
Mkt Premium	6.2%
Fair P/B (x)	0.9
2013E BVPS (KRW)	18,552
Target price (KRW)	17,000

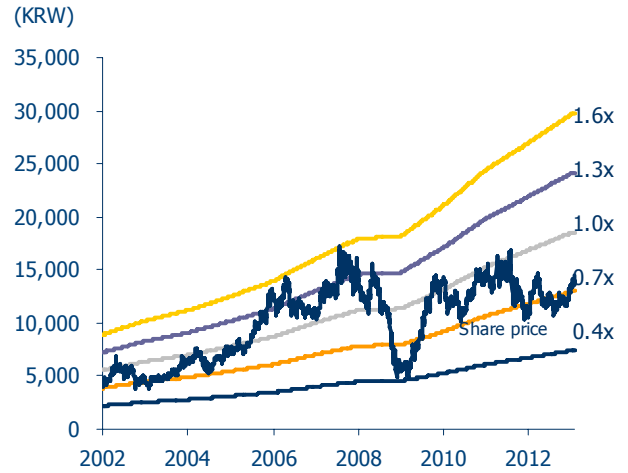
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 BS 금융 – 12M fwd P/BV



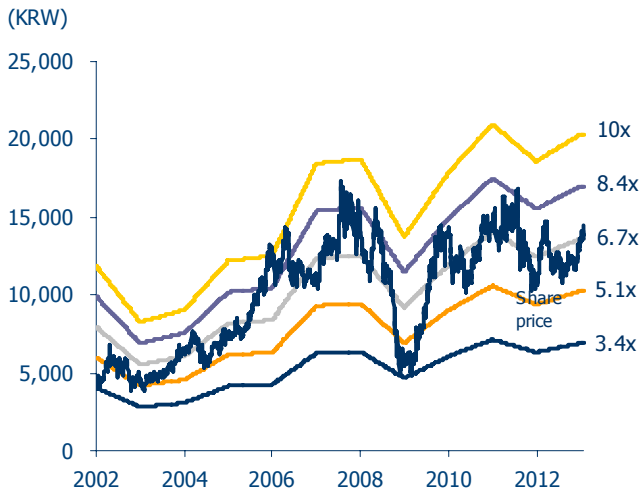
자료: BS 금융, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 BS 금융 – 12M fwd P/BV



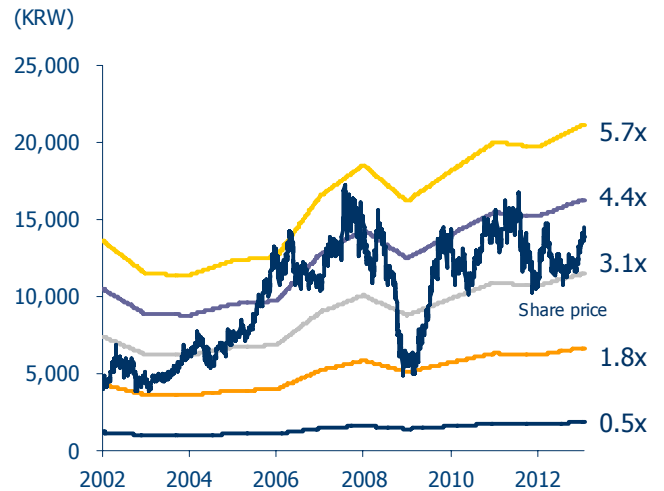
자료: BS 금융, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 BS 금융 – 12M fwd & target P/E



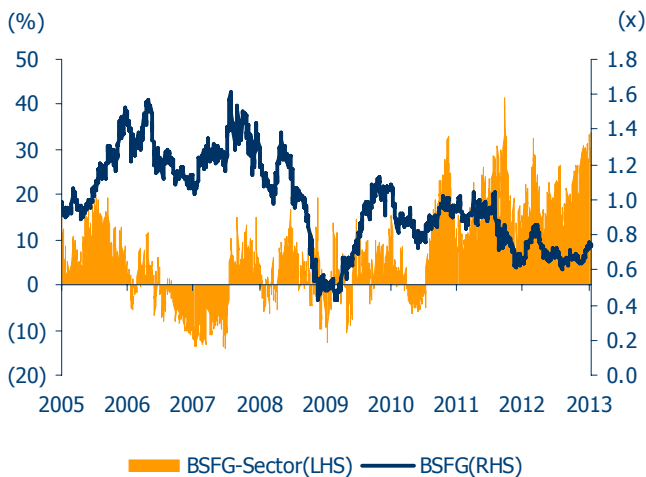
자료: BS 금융, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 BS 금융 – 12M fwd & target P/POP



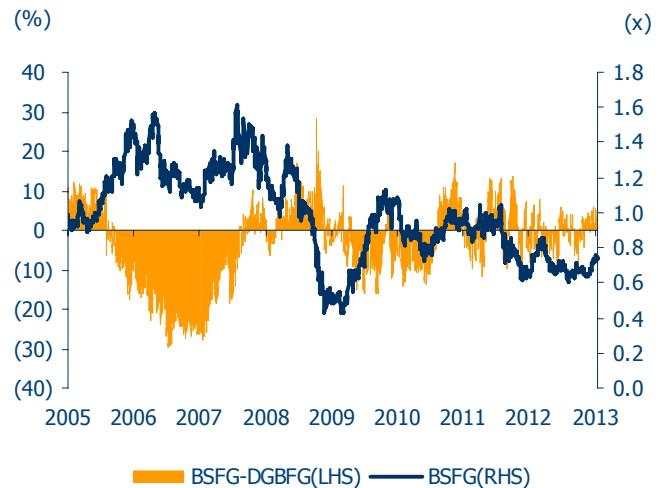
자료: BS 금융, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 BS 금융 – 은행업종 대비 12M fwd P/BV



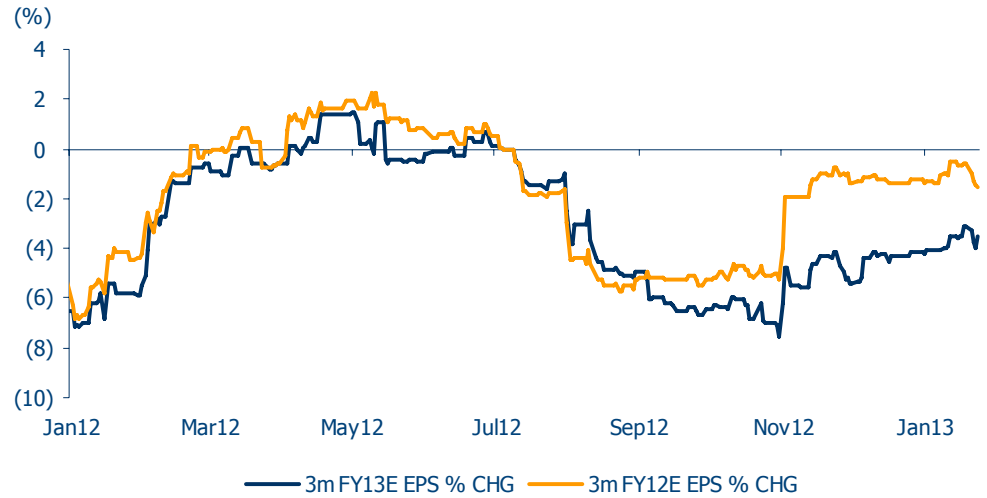
자료: 각 사, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 BS 금융 – DGB 금융 대비 12M fwd P/BV



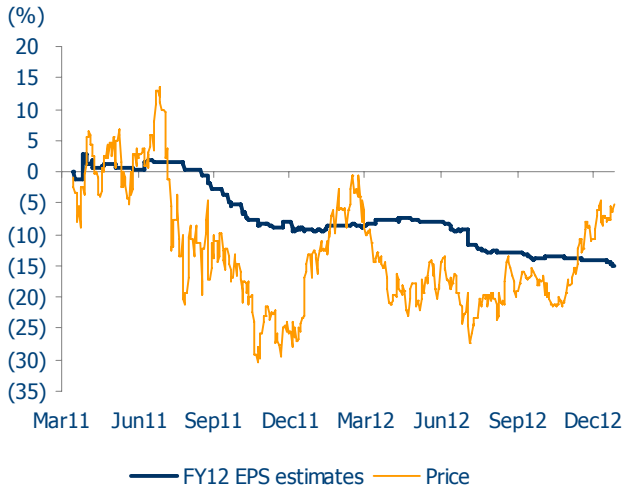
자료: BS 금융, DGB 금융, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 BS 금융 – Consensus EPS change momentum



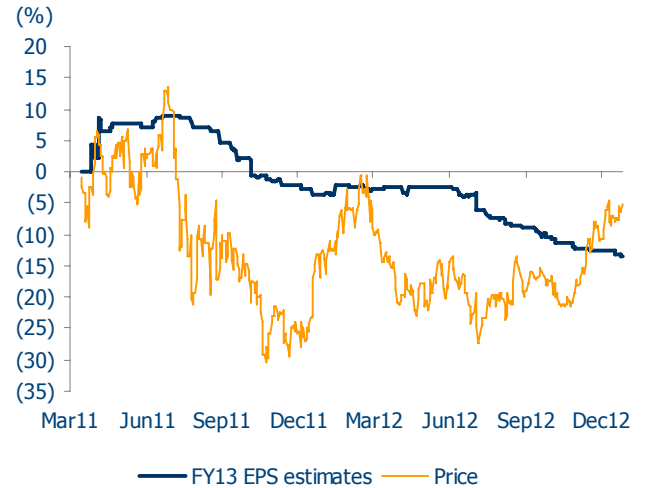
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 BS 금융 – 2012E consensus EPS revision & share price



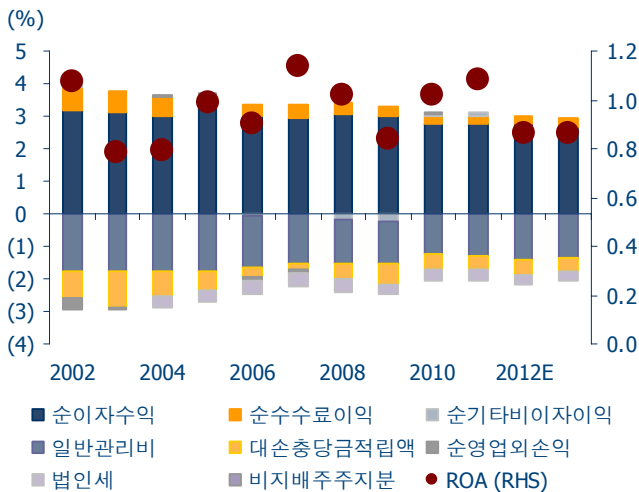
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 BS 금융 – 2013E consensus EPS revision & share price



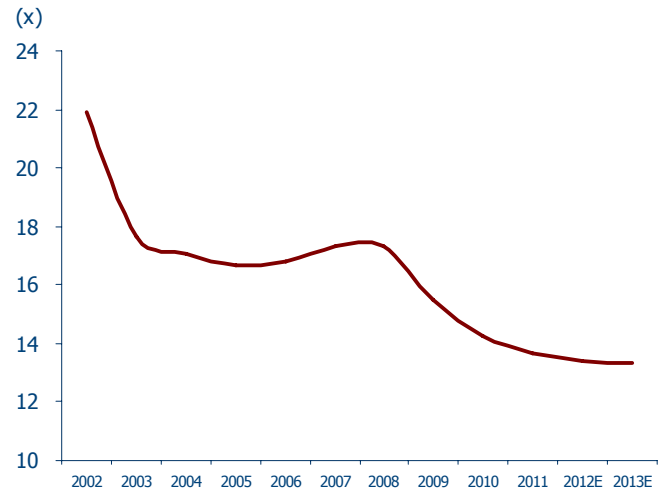
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 BS 금융 – ROA breakdown



자료: BS 금융, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 BS 금융 – Leverage



자료: BS 금융, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
이자수익	1,845	2,169	2,313	2,493
이자비용	820	1,025	1,093	1,167
순이자이익	1,025	1,144	1,220	1,325
순수수료이익	96	113	119	125
순기타비이자이익	38	1	(7)	(11)
총운영업이익	1,160	1,258	1,331	1,439
일반관리비	489	591	616	641
총당금적립전영업이익	671	668	715	798
총당금전입액	135	185	195	206
영업이익	536	483	520	592
운영업외이익	(3)	(5)	(2)	0
세전이익	533	478	518	592
법인세비용	132	118	125	143
당기순이익	400	360	393	449
당기순이익 (지배주주지분)	400	360	393	449
당기순이익 (수정)	397	368	393	449
핵심이익	1,121	1,257	1,339	1,450
핵심 PPOP (핵심이익-SG&A)	632	666	722	809

자료: BS 금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
현금 및 예치금	2,596	1,828	1,963	2,106
금융자산	7,489	7,692	8,260	8,863
대출채권 및 수취채권	28,737	33,556	36,594	39,249
유형자산	461	496	559	605
기타자산	77	254	275	297
자산총계	39,359	43,826	47,651	51,120
예수부채	24,991	27,779	29,717	31,915
차입부채	4,638	4,573	4,777	5,070
사채	3,618	4,186	4,373	4,641
기타부채	3,011	3,903	5,068	5,401
부채총계	36,404	40,564	44,063	47,161
자본금	967	967	967	967
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	46	46	46	46
이익잉여금	1,907	2,196	2,521	2,893
자본조정	(2)	(2)	(2)	(2)
기타포괄손익누계액	36	55	55	55
비지배지분	0	0	0	0
자본총계	2,955	3,262	3,588	3,959

자료: BS 금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

DuPont analysis (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
이자수익	4.98	5.22	5.06	5.05
이자비용	2.21	2.46	2.39	2.36
순이자수익	2.77	2.75	2.67	2.68
순수수료이익	0.26	0.27	0.26	0.25
순기타비이자이익	0.10	0.00	(0.02)	(0.02)
총영업이익	3.13	3.03	2.91	2.91
일반관리비	1.32	1.42	1.35	1.30
총당금적립전이익	1.81	1.61	1.56	1.62
총당금전입액	0.36	0.45	0.43	0.42
운영업외손익	(0.01)	(0.01)	0.00	0.00
세전이익	1.44	1.15	1.13	1.20
법인세비용	0.36	0.28	0.27	0.29
비지배지분순이익	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA	1.08	0.87	0.86	0.91
레버리지 (x)	13.69	13.38	13.35	13.09
ROE	14.79	11.58	11.47	11.89
자산건전성 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
고정비하여신비용	0.99	1.13	1.09	1.08
요주의이하여신비용	2.97	3.05	2.98	2.97
총당금커버리지비율	154.45	109.40	112.60	115.80
총당금비율 (총여신대비)	1.53	1.23	1.22	1.25
총당금 전입액 (대출자산대비)	0.53	0.60	0.69	0.68
총당금 전입액 (총여신대비)	0.46	0.54	0.62	0.61
Per share items (원)	2011A	2012E	2013E	2014E
EPS (reported)	2,097	1,861	2,032	2,321
EPS (normalized)	2,079	1,904	2,032	2,321
BVPS	15,281	16,870	18,552	20,473
DPS (common share)	350	350	400	450
PPOP / share	3,515	3,454	3,698	4,126

자료: BS 금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Key ratios (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
성장성 (YoY)				
원화대출금 성장률 (은행)	14.2	13.4	9.2	7.4
대출 성장률	30.2	16.8	9.1	7.3
예금 성장률	16.3	11.2	7.0	7.4
자본 성장률	20.2	10.4	10.0	10.4
총자산 성장률	13.3	11.3	8.7	7.3
순이자수익 성장률	13.2	11.7	6.6	8.7
순수수료이익 성장률	18.1	16.8	5.5	4.9
총당금적립전영업이익 성장률	13.0	(0.5)	7.1	11.6
영업이익 성장률	23.5	(10.0)	7.8	13.8
당기순이익 성장률	20.0	(10.1)	9.2	14.2
수익성				
예대금리차 (은행)	3.6	3.3	3.1	3.1
순이자마진 (은행)	3.0	2.7	2.6	2.6
PPOP margin	1.8	1.6	1.6	1.6
ROA	1.1	0.9	0.9	0.9
ROE	14.8	11.6	11.5	11.9
유동성				
원화 예대율 (CD 등 제외) (은행)	99.2	97.0	97.0	97.0
총자산대비 대출채권	73.0	76.6	76.8	76.8
자산건전성				
BIS 자기자본비율	15.8	15.5	15.4	15.5
기본자본비율 (Tier 1 자본비율)	11.4	11.4	11.5	11.8
보완자본비율 (Tier 2 자본비율)	4.4	4.1	3.8	3.7
영업효율성				
비용-수익 비율	42.1	46.9	46.3	44.5
비용-자산 비율	1.2	1.3	1.3	1.3
배당				
배당성향	16.7	18.8	19.7	19.4

자료: BS 금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Earnings preview

Korea / Banks

30 January 2013

BUY

목표주가

47,500 원

현재주가 (29 Jan 13)

42,100 원

Upside/downside (%)

12.8

KOSPI

1955.96

시가총액 (십억원)

19,964

52 주 최저/최고

33,100 - 47,500

일평균거래대금 (십억원)

37.9

외국인 지분율 (%)

63.0

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
순이익(십억원)	7,080.0	7,038.5	7,153.1	7,510.7
순비이자이익(십억원)	2,115.9	1,913.3	2,038.2	2,256.3
영업이익(십억원)	4,134.8	3,228.7	3,270.1	3,761.2
당기순이익(십억원)	3,100.0	2,344.8	2,329.3	2,687.6
수정당기순이익(십억원)	2,760.7	2,155.6	2,329.3	2,687.6
EPS(십억원)	5,931.2	4,673.9	4,799.7	5,538.1
EPS growth (%)	31.2	(21.2)	2.7	15.4
P/E (x)	6.70	8.31	8.77	7.60
P/POP (x)	4.11	4.21	4.28	3.92
P/B (x)	0.86	0.71	0.71	0.66
ROE (%)	13.2	9.2	8.4	9.0
배당수익률 (%)	1.8	2.0	2.5	3.0

Performance

KRW

Price(LHS)

Rel. to KOSPI(RHS)



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	8.4	12.9	(6.4)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	10.4	9.5	(6.0)

강혜승, Analyst

3774-1903 heather.kang@miraeasset.com

차인환

3774-3935 inhwan.cha@miraeasset.com

신한금융지주 (055550 KS)

선두 주자는 기델 언덕 있다

신한금융지주(신한지주)의 4 분기 순이익은 전년동기 및 전분기 대비 각각 21%, 17% 감소한 4,020 억원으로 추정함. 블룸버그 컨센서스 4,320 억원을 하회할 전망. 2012 년 동사의 주가는 2.3% 하락하며, KOSPI 및 peer 대비 각각 11.6ppt, 8.3ppt 언더퍼폼 했는데, 새로운 신용카드 가맹점 수수료 체계 도입으로 인한 이익 감소에 관한 우려가 주요 원인이었다고 판단. 그러나, 동사의 경우 비경상적 요인일지라도 이익 감소를 방어할 수단(보유중인 투자유가증권 매각 이익 실현)을 갖고 있어, 2013 년에도 업계 최고 이익 시현 지속할 전망. 2013 년 들어 신한지주 주가는 8.4% 상승하며, KOSPI 를 10.4ppt 아웃퍼폼. 단기 주가 랠리 이후라는 점과 부진한 4분기 실적으로 인해 주가 조정 받는다면, 저점 매수 기회로 활용할 것을 권고. 신한지주에 대하여 투자 의견 BUY 및 목표주가 47,500 원 유지.

4분기 순이익 (2월 7일 발표 예정) - 4,020 억원 추정

신한지주의 4 분기 순이익은 4,020 억원 (전년동기 및 전분기 대비 각각 21%, 17% 감소)으로 블룸버그 컨센서스 4,320 억원을 하회할 전망이다. 통상 4 분기는 계절적으로 연말 금감원 지도 NPL 비율을 맞추기 위한 NPL 상.매각, 총당금 추가 적립, 인건비 상승분 인식 등 비용 상승 요인이 많은 데다가, 업종 전반에 걸쳐 NIM 하락 추이에 놓여 있어, 4 분기 실적은 부진할 전망이다.

NIM 전분기 대비 -15bps, 원화대출금 성장 전분기말 대비 +1% 추정

3 분기에 연체 이자 회수 등 NIM 에 긍정적인 일회성 요인 존재했기 때문에 peer 대비 NIM 하락이 적었던 3 분기 대비, 4 분기의 NIM 하락이 커질. 그룹 및 은행 기준 NIM 이 전분기 대비 각각 15bps 하락한 2.35%, 1.85%를 기록한 것으로 추정. 4 분기 원화대출금은 전분기 대비 1% 성장한 것으로 추정. 순이자이익은 전년동기 및 전분기 대비 2% 감소한 1조 7,460 억원으로 추정. 핵심 이익(순이자이익+순수수료수익)은 전년동기 및 전분기 대비 각각 3%, 2% 하락한 2조 1,440 억원을 기록할 전망. 총당금 비용은, 연말 추가 총당금 인식에도 불구하고, 웅진그룹 신용이벤트 발생한 3 분기 대비 5% 감소한 3,960 억원(총여신 대비 20bps, 전년동기 13bps, 전분기 21bps)으로 추정. 판관비는 2011 년에는 4 분기에 인식했던, 보험수리적 가정 변경에 의한 퇴직급여충당금을 2012 년에 3 분기에 인식한 점 등을 바탕으로 전년동기 대비 6% 하락하나 전분기 대비 14% 상승한 1조 2,570 억원으로 추정.

2013 년 순이익 2.3조원 (-1% YoY) 예상

예상보다 가파른 NIM 하락세를 반영하여 신한지주의 2012-14 년 순이익 추정치를 3-7% 하향 조정함. 신한지주의 2013 년 순이익은 2조 3,290 억원으로 2012 년 예상 순이익 2조 3,450 억원 대비 1% 감소할 것으로 전망함. 은행 기준 2013 년 NIM 은 1.82%로 2012 년 예상 1.99% 대비 17bps 축소될 것으로 전망하며 대출 자산 성장률은 4.3%로 가정함. 총여신 대비 credit cost 는 2012 년 70bps, 2013 년 73bps 로 예상함. 일반관리비는 2012 년 대비 2% 증가에 그칠 것으로 보는데, 비용 절감 노력과 퇴직급여충당부채 보험수리적 가정 변경에 따른 총당금이 2013 년부터는 손익 반영되지 않는 요인 등을 감안하였음.

신한카드, 투자유가증권매각으로 이익 실현하여 순이익 감소 방어 가능

새로운 가맹점 수수료 체계 도입으로 인해 카드 수익 감소가 불가피한데 반해, 서비스 비용 감축하는 데에는 시간이 소요됨. 신한카드는 VISA International 주식 260 만주를 보유 중인데 2013 년부터 약 3 년에 걸쳐 매각, 이익 실현하여 순이익 감소를 보충할 계획임. 장부가가 주당 약 USD40 인데, 최근 주가가 USD150 을 상회하는 것을 기준으로 본다면, 3 년간 매년 약 900-1,000 억원씩 매각 이익 실현 가능함.

Figure 1 신한지주 - 실적 추정 변경

(십억원)	New			Old			Change (%, ppt)		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
순이자수익	7,039	7,153	7,511	7,088	7,393	7,783	(0.7)	(3.2)	(3.5)
순비이자수익	1,913	2,038	2,256	1,912	1,998	2,216	0.1	2.0	1.8
총순영업수익	8,952	9,191	9,767	9,000	9,391	9,999	(0.5)	(2.1)	(2.3)
판관비	4,326	4,419	4,561	4,277	4,369	4,509	1.1	1.2	1.2
총당금적립전영업이익	4,626	4,772	5,206	4,722	5,023	5,490	(2.0)	(5.0)	(5.2)
총당금전입액	1,397	1,502	1,445	1,397	1,503	1,447	0.0	(0.1)	(0.2)
영업이익	3,229	3,270	3,761	3,325	3,519	4,043	(2.9)	(7.1)	(7.0)
영업외수익	27	34	34	27	34	34	0.0	0.0	0.0
세전이익	3,256	3,304	3,795	3,352	3,553	4,077	(2.9)	(7.0)	(6.9)
당기순이익	2,345	2,329	2,688	2,418	2,518	2,901	(3.0)	(7.5)	(7.4)

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Figure 2 신한지주 - 분기 실적 추정

(단위:십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
순이자이익	1,763	1,742	1,787	1,746	1,755	1,779	1,802	1,817	7,080	7,039	7,153
비이자이익	609	435	383	486	448	563	477	550	2,116	1,913	2,038
일반관리비	977	986	1,106	1,257	1,009	1,025	1,087	1,299	4,135	4,326	4,419
총당금전입액	257	326	418	396	297	425	321	458	926	1,397	1,502
영업이익	1,137	865	647	580	897	892	870	611	4,135	3,229	3,270
순이익	826	631	485	402	648	638	622	422	3,100	2,345	2,329

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Figure 3 신한지주 - Target price valuation

Sustainable ROE	8.7%
Growth	3%
Cost of equity	10.1%
Cost of Equity	10.1%
Rf	3.0%
Beta	1.1
Market premium	6.2%
Fair P/B (x)	0.8
2013E BPS (KRW)	59,000
Target price (KRW)	47,500

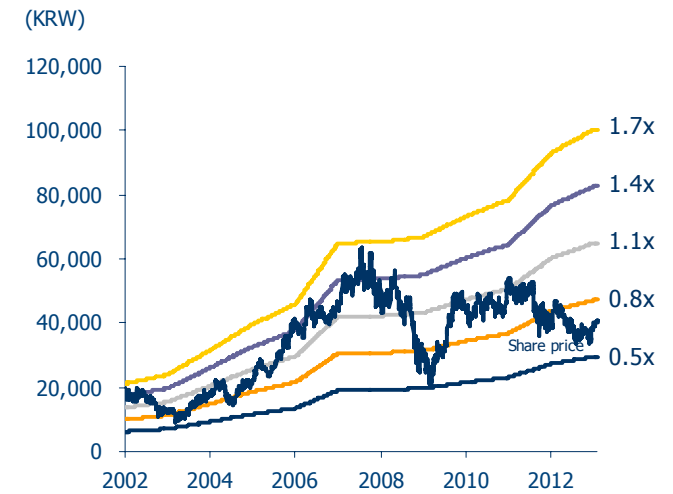
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 신한지주 – 12M fwd P/BV



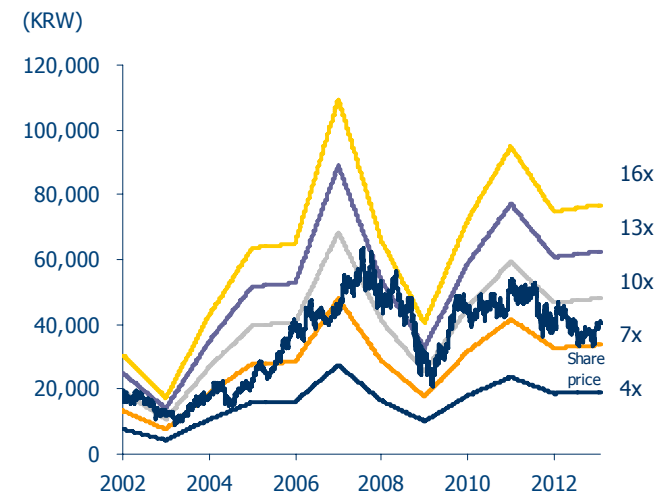
자료: 신한지주, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 신한지주 – 12M fwd P/BV (x)



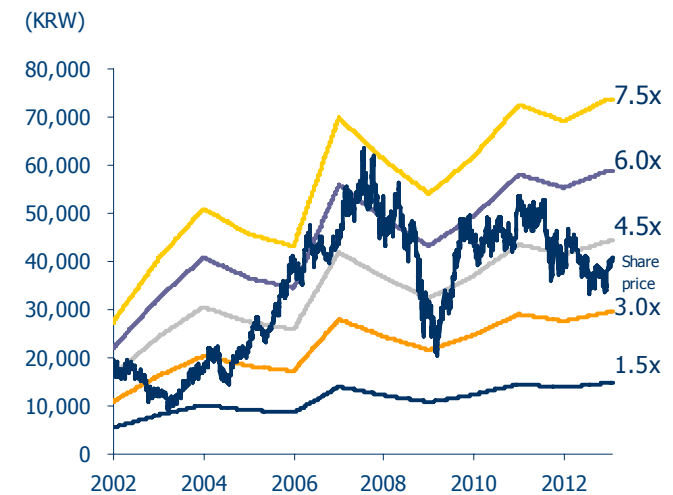
자료: 신한지주, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 신한지주 – 12M fwd P/E (x)



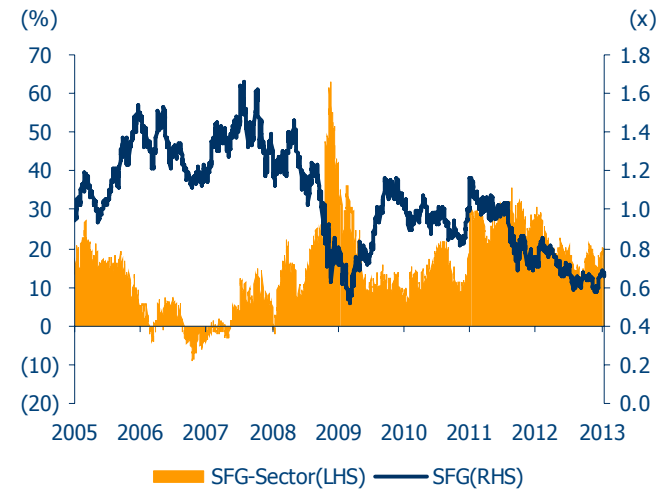
자료: 신한지주, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 신한지주 – 12M fwd P/POP (x)



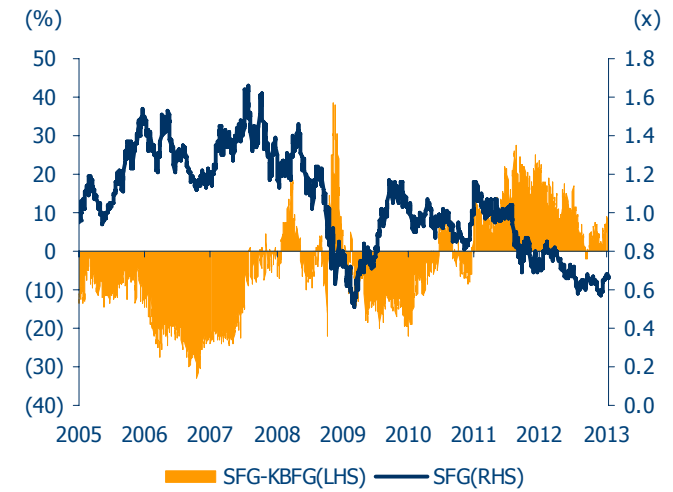
자료: 신한지주, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 신한지주 – 은행업종 대비 12M fwd P/BV



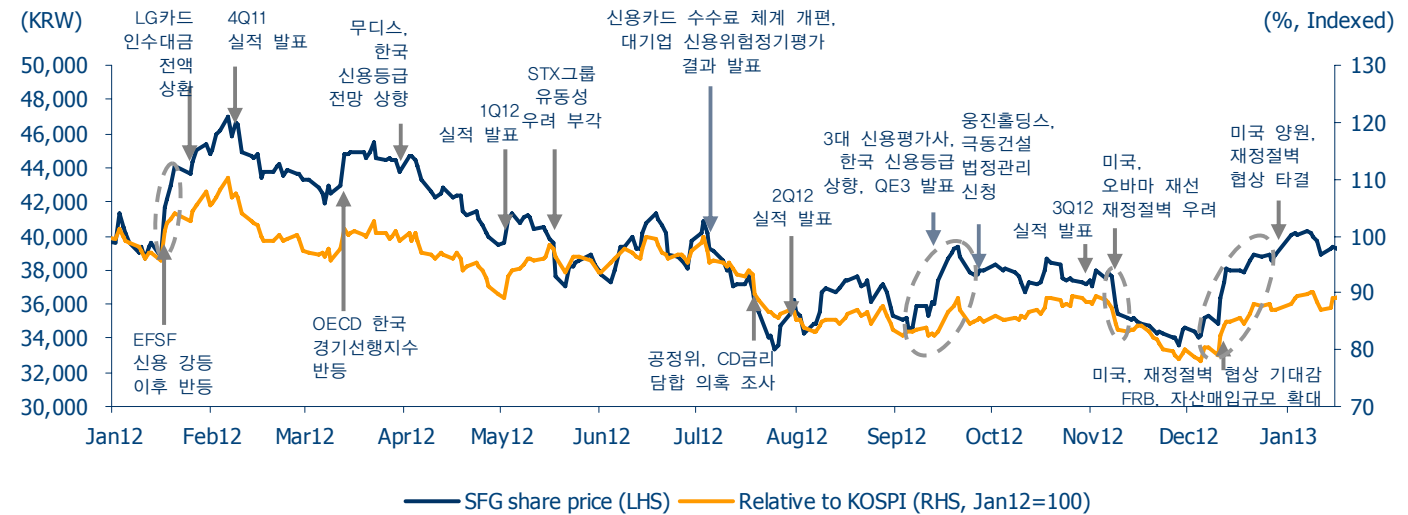
자료: 각 사, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 신한지주 – KB 금융 대비 12M fwd P/BV



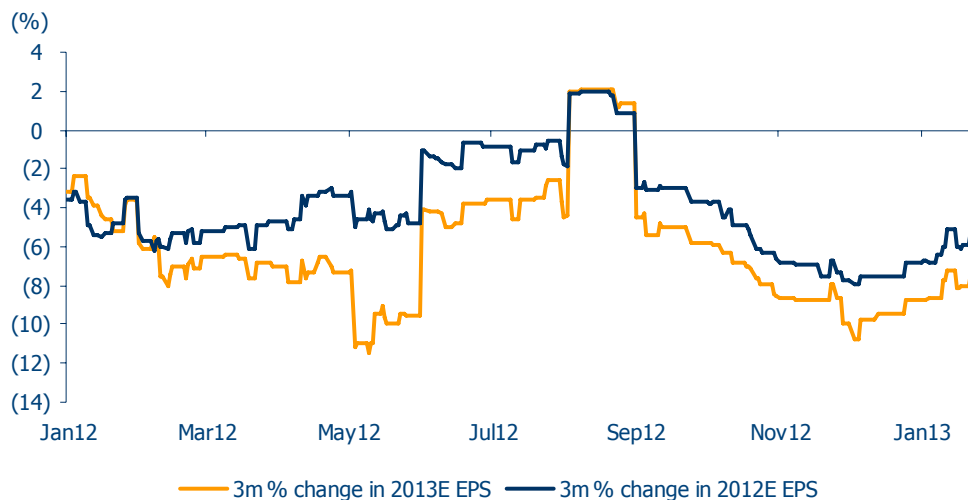
자료: 신한지주, KB 금융, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 신한지주 – 주가와 주요 이벤트



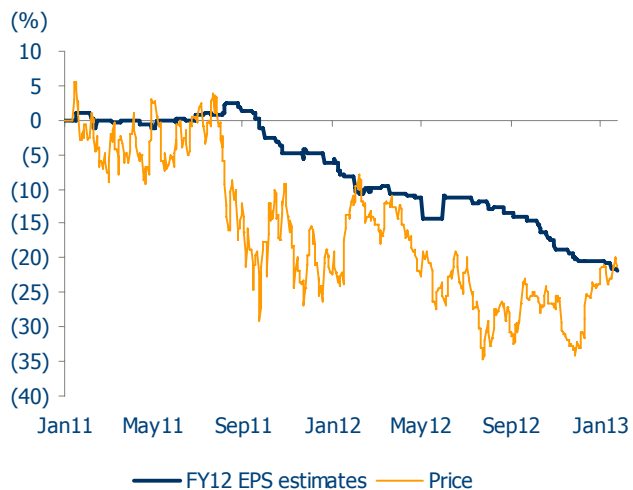
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 신한지주 – Consensus EPS change momentum



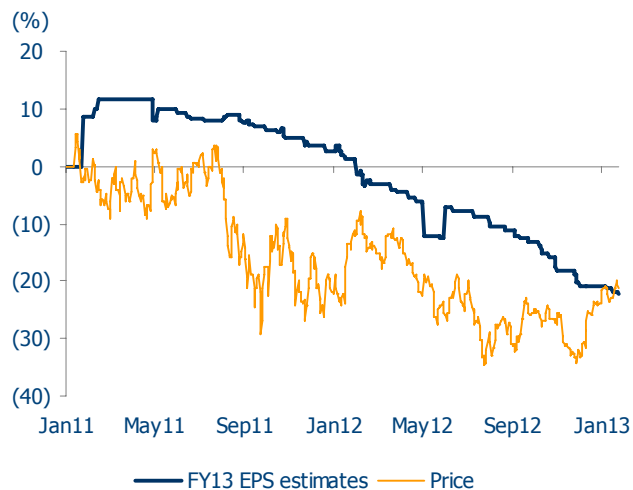
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 신한지주 – 2012E consensus EPS revision & share price



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 신한지주 – 2013E consensus EPS revision & share price



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
이자수익	13,781	13,997	14,195	14,820
이자비용	6,701	6,959	7,042	7,309
순이자이익	7,080	7,039	7,153	7,511
순수수료이익	1,759	1,605	1,640	1,835
순기타비이자이익	357	308	398	421
총운영업이익	9,196	8,952	9,191	9,767
일반관리비	4,135	4,326	4,419	4,561
총당금적립전영업이익	5,060	4,626	4,772	5,206
총당금전입액	926	1,397	1,502	1,445
영업이익	4,135	3,229	3,270	3,761
운영업외이익	58	27	34	34
세전이익	4,193	3,256	3,304	3,795
법인세비용	920	743	799	918
당기순이익	3,273	2,513	2,504	2,877
당기순이익 (지배주주지분)	3,100	2,345	2,329	2,688
당기순이익 (수정)	2,761	2,156	2,329	2,688
핵심이익	8,839	8,644	8,793	9,346
핵심 PPOP (핵심이익-SG&A)	4,704	4,318	4,374	4,785

자료: 신한금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
현금 및 예치금	14,731	15,919	16,743	17,674
금융자산	62,400	69,432	72,988	76,992
대출채권 및 수취채권	192,573	200,196	208,074	217,639
유형자산	3,269	3,271	3,351	3,433
기타자산	15,145	20,876	21,295	21,794
자산총계	288,117	309,694	322,451	337,532
예수부채	163,016	170,935	177,796	184,934
차입부채	20,033	22,345	23,250	24,193
사채	39,737	40,928	42,587	44,312
기타부채	38,473	46,411	47,505	50,250
부채총계	261,259	280,619	291,138	303,689
자본금	2,645	2,645	2,645	2,645
신종자본증권	239	537	537	537
자본잉여금	9,887	9,887	9,887	9,887
이익잉여금	10,830	12,570	14,633	16,974
자본조정	(393)	(393)	(393)	(393)
기타포괄손익누계액	1,189	1,323	1,323	1,323
비지배지분	2,462	2,505	2,680	2,869
자본총계	26,859	29,075	31,313	33,843

자료: 신한금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

DuPont analysis (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
이자수익	4.97	4.68	4.49	4.49
이자비용	2.42	2.33	2.23	2.21
순이자수익	2.56	2.35	2.26	2.28
순수수료이익	0.63	0.54	0.52	0.56
순기타비이자이익	0.13	0.10	0.13	0.13
총영업이익	3.32	2.99	2.91	2.96
일반관리비	1.49	1.45	1.40	1.38
총당금적립전이익	1.83	1.55	1.51	1.58
총당금전입액	0.33	0.47	0.48	0.44
운영업외손익	0.02	0.01	0.01	0.01
세전이익	1.51	1.09	1.05	1.15
법인세비용	0.33	0.25	0.25	0.28
비지배지분순이익	0.06	0.06	0.06	0.06
ROA	1.12	0.78	0.74	0.81
레버리지 (x)	11.76	11.73	11.45	11.07
ROE	13.16	9.20	8.44	9.02
자산건전성 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
고정비하여신비용	1.25	1.23	1.20	1.20
요주의이하여신비용	2.46	2.39	2.32	2.32
총당금커버리지비율	165.93	158.37	155.72	154.35
총당금비율 (총여신대비)	2.08	1.95	1.87	1.86
총당금 전입액 (대출자산대비)	0.48	0.70	0.72	0.66
총당금 전입액 (총여신대비)	0.47	0.70	0.73	0.67
Per share items (원)	2011A	2012E	2013E	2014E
EPS (reported)	5,931	4,674	4,800	5,538
EPS (normalized)	5,282	4,297	4,800	5,538
BVPS	46,117	54,750	59,000	63,824
DPS (common share)	750	800	1,000	1,200
PPOP / share	9,682	9,220	9,833	10,727

자료: 신한금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Key ratios (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
성장성 (YoY)				
원화대출금 성장률 (은행)	9.0	4.1	4.3	4.9
대출 성장률	8.8	4.0	3.9	4.6
예금 성장률	6.5	4.9	4.0	4.0
자본 성장률	15.8	8.3	7.7	8.1
총자산 성장률	8.3	7.5	4.1	4.7
순이자수익 성장률	(9.1)	(0.6)	1.6	5.0
순수수료이익 성장률		(8.8)	2.2	11.9
총당금적립전영업이익 성장률	16.5	(8.6)	3.2	9.1
영업이익 성장률	27.8	(21.9)	1.3	15.0
당기순이익 성장률	30.0	(24.4)	(0.7)	15.4
수익성				
예대금리차 (은행)	2.4	2.1	1.9	1.9
순이자마진 (은행)	2.2	2.0	1.8	1.8
PPOP margin	1.8	1.5	1.5	1.6
ROA	1.1	0.8	0.7	0.8
ROE	13.2	9.2	8.4	9.0
유동성				
원화 예대율 (CD 등 제외) (은행)	99.0	99.0	98.0	98.0
총자산대비 대출채권	66.8	64.6	64.5	64.5
자산건전성				
BIS 자기자본비율	11.4	12.5	13.0	13.4
기본자본비율 (Tier 1 자본비율)	8.9	9.8	10.3	10.9
보완자본비율 (Tier 2 자본비율)	2.6	2.7	2.6	2.5
영업효율성				
비용-수익 비율	45.0	48.3	48.1	46.7
비용-자산 비율	1.4	1.4	1.4	1.4
배당				
배당성향	18.9	18.8	23.0	23.5

자료: 신한금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Earnings preview / Target Price lowered

Korea / Banks

30 January 2013

BUY

목표주가

46,000 원

현재주가 (29 Jan 13)

39,900 원

Upside/downside (%)

15.3

KOSPI

1955.96

시가총액 (십억원)

15,415

52 주 최저/최고

32,500 - 45,000

일평균거래대금 (십억원)

40.3

외국인 지분율 (%)

65.9

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
순이자이익(십억원)	7,104.5	7,106.4	7,035.0	7,420.9
순비이자이익(십억원)	1,738.6	1,022.6	1,210.2	1,194.4
영업이익(십억원)	3,398.3	2,504.5	2,587.6	2,753.0
당기순이익(십억원)	2,373.0	1,862.3	1,917.8	2,048.4
수정당기순이익(십억원)	2,140.3	1,862.3	1,917.8	2,048.4
EPS(십억원)	6,142.1	4,820.3	4,964.0	5,301.9
EPS growth (%)	2,586.8	(21.5)	3.0	6.8
P/E (x)	5.91	7.86	8.04	7.53
P/POP (x)	2.86	3.57	3.75	3.55
P/B (x)	0.61	0.63	0.65	0.61
ROE (%)	11.6	8.0	8.1	8.4
배당수익률 (%)	1.8	1.9	2.2	2.3

Performance

KRW

Price(LHS)

Rel. to KOSPI(RHS)

102%
97%
92%
87%
82%
77%

Jan-12Apr-12Jul-12Oct-12

Performance

1M3M12M

절대수익률

5.35.4(6.0)

KOSPI 대비 상대수익률

7.32.0(5.6)

강해승, Analyst

3774-1903 heather.kang@miraeasset.com

차인환

3774-3935 inhwan.cha@miraeasset.com

KB 금융지주 (105560 KS)

자본효율화 기대

KB 금융지주(KB 금융)의 2012년 4분기 순이익(2월 7일 발표 예정)은 3,020 억원으로 블룸버그 컨센서스 3,590 억원을 크게 하회할 전망이다. KB 금융에 대한 투자 의견 BUY 를 유지하며, 목표주가를 기존 48,000 원에서 46,000 원으로 하향 조정(sustainable ROE 가정을 기존 8.5%에서 8.3%로 하향 조정). KB 금융 주가는 최근 2개월간 은행업종 투자심리 개선 및 밸류에이션 정상화에 힘입어 12.9% 상승하며 KOSPI 대비 11.8ppt 아웃퍼폼했으나, 하나금융(086790, BUY, 현재주가 40,000 원, 목표주가 51,000 원)과 신한지주(055550, BUY, 현재주가 42,100 원, 목표주가 47,500 원) 대비 각각 7.1ppt, 9.2ppt 언더퍼폼. ING생명 인수 무산 이후, 주주 가치 제고할 적극적 배당 등 자본정책 또는 M&A 통한 비은행 부문으로의 포트폴리오 다각화 전략이 요구된다는 판단임.

4Q12 preview – 순이익 3,020 억원 (+38% YoY, -26% QoQ) 추정

KB 금융의 4분기 순이익은 전년 동기 대비 38% 증가하나 전분기 대비 26% 감소한 3,020 억원으로, 블룸버그 컨센서스 3,590 억원을 크게 하회할 전망이다. 보유중인 POSCO(005490, BUY, 현재주가 355,500 원, 목표주가 420,000 원), 현대상선(011200, Not-rated) 등의 투자유가증권에 대한 감액 손실이 약 700 억원 발생하여 시장 기대보다 컸던 것에 기인한다고 판단됨.

NIM은 일회성 요인으로 전분기 대비 4bps 하락, 대출자산 전분기 대비 -1% 성장 추정

4분기 NIM은 긍정적인 일회성 요인이 발생하여 타행 대비 하락폭이 적게 발생한 것으로 보임. 은행기준 NIM(신용카드 가맹점 수수료 포함)이 전분기 대비 -4bps 하락한 2.08%를 기록한 것으로 추정함. 원화대출금은 4분기에 전분기 대비 1% 역신장한 것으로 보는데, 이는 실질적으로 KB 금융의 대출자산 성장이 미미한 데에다가, 3분기에 출시했던 적격대출을 4분기에 주택금융공사에 양도했고, 연말 자산 상,매각 규모가 컸던 때문인 것으로 추정함. 4분기 순이자이익은 전년 동기 및 전분기 대비 각각 8%, 2% 감소한 1조 7,420 억원 기록할 전망이다. 핵심이익(순이자이익+순수수료이익)은 전년 동기 및 전분기 대비 각각 5%, 1% 하락한 2조 1,760 억원으로 추정.

자산건전성, 과거 대비 개선되었다

KB 금융의 4분기 총당금 비용은 금감원 권고 NPL 비율을 맞추기 위한 NPL 상,매각, 조선사 및 선물환 포지션 관련 추가 총당금 적립 등 연말 상승 요인에 의해 전분기 대비 24% 상승하나, 개선된 자산건전성 바탕으로 전년 동기 대비 8% 하락한 4,675 억원(총여신 대비 22bps, 전년 동기 24bps, 전분기 17bps)을 기록할 전망이다.

2012-14년 순이익 추정치 4-7% 하향 조정, 2013년 순이익 1.9조원(+3% YoY) 전망

KB 금융의 2013년 순이익은 1조 9,180 억원으로 2012년 예상 순이익 1조 8,620 억원 대비 3% 성장할 전망이다. 은행 기준 NIM은 2.04%로 2012년의 2.17% 대비 13bps 하락하고, 대출 자산은 5.0% 성장하는 것으로 가정했음. KB 금융의 자산건전성 개선 추이를 감안하여 총여신 대비 credit cost가 2012년 예상 74bps 대비 하락한 67bps로 가정했음. 일반관리비는 인건비 증가 요인에도 불구하고, 효율적 비용 관리 노력과 퇴직급여충당부채 보험수리적 가정 변경에 따른 총당금 회계 인식 변경 등을 감안하여 2012년 대비 3% 증가(4조 1,360 억원, 2012년 예상 4조 270 억원)하는 것으로 예상함. 2013년 예상 비용-수익 비율은 49.6%(2012년 예상 50.2%)로 전망함.

Figure 1 KB 금융 – 실적 추정 변경

(십억원)	New			Old			Change (%, ppt)		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
순이자수익	7,106	7,035	7,421	7,128	7,275	7,704	(0.3)	(3.3)	(3.7)
순비이자수익	1,023	1,210	1,194	1,100	1,162	1,185	(7.0)	4.2	0.8
총순영업수익	8,129	8,245	8,615	8,228	8,436	8,889	(1.2)	(2.3)	(3.1)
판관비	4,027	4,136	4,272	4,032	4,158	4,312	(0.1)	(0.5)	(0.9)
총당금적립전영업이익	4,102	4,109	4,343	4,196	4,278	4,577	(2.3)	(4.0)	(5.1)
총당금전입액	1,597	1,521	1,590	1,577	1,550	1,625	1.3	(1.9)	(2.2)
영업이익	2,505	2,588	2,753	2,620	2,728	2,952	(4.4)	(5.2)	(6.7)
영업외수익	(61)	(63)	(56)	(61)	(63)	(56)	0.0	0.0	0.0
세전이익	2,444	2,525	2,697	2,559	2,665	2,896	(4.5)	(5.3)	(6.9)
당기순이익	1,862	1,918	2,048	1,950	2,024	2,199	(4.5)	(5.3)	(6.9)

자료: KB 금융, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 KB 금융 – 분기/연간 실적 추정

(단위:십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
순이자이익	1,797	1,788	1,780	1,742	1,714	1,742	1,776	1,804	7,105	7,106	7,035
비이자이익	379	303	173	167	300	302	303	305	1,739	1,023	1,210
일반관리비	975	991	1,041	1,021	1,001	1,018	1,069	1,048	3,932	4,027	4,136
총당금전입액	390	364	376	468	380	353	372	416	1,513	1,597	1,521
영업이익	812	736	537	420	632	673	638	644	3,398	2,505	2,588
순이익	603	547	410	302	476	492	480	470	2,373	1,862	1,918

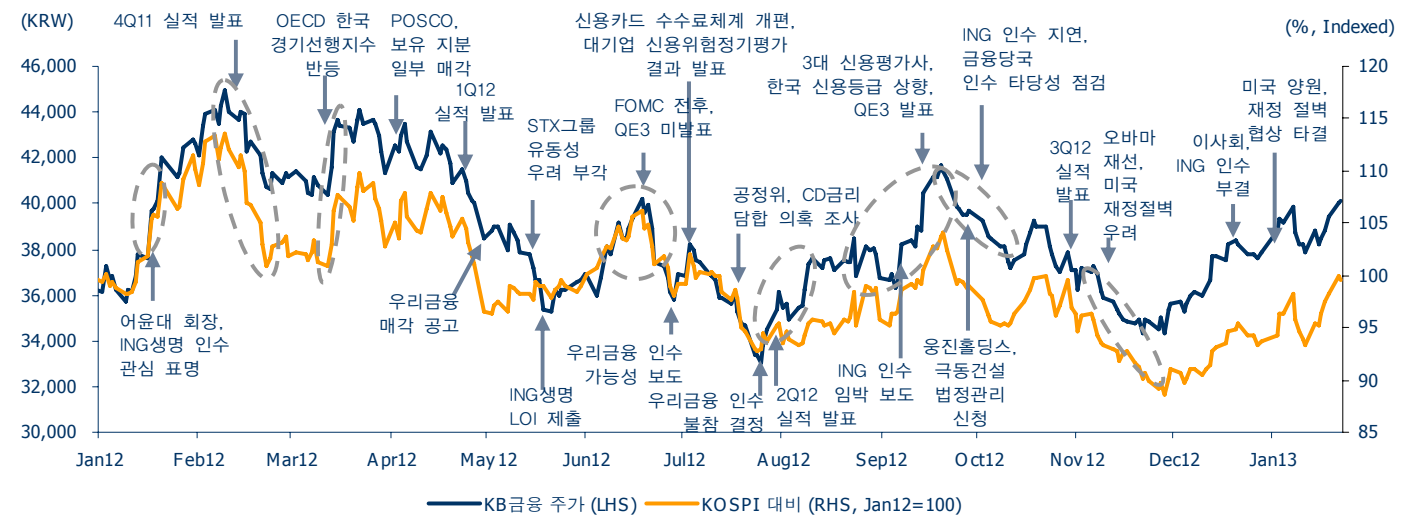
자료: KB 금융, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 KB 금융 – Target price valuation

Sustainable ROE	8.3%
Growth	3%
Cost of equity	10.1%
Cost of Equity	10.1%
Rf	3.0%
Beta	1.1
Market premium	6.2%
Fair P/B (x)	0.7
2013E BPS (KRW)	61,383
Target price (KRW)	46,000

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Figure 4 KB 금융 – 주가와 주요 이벤트



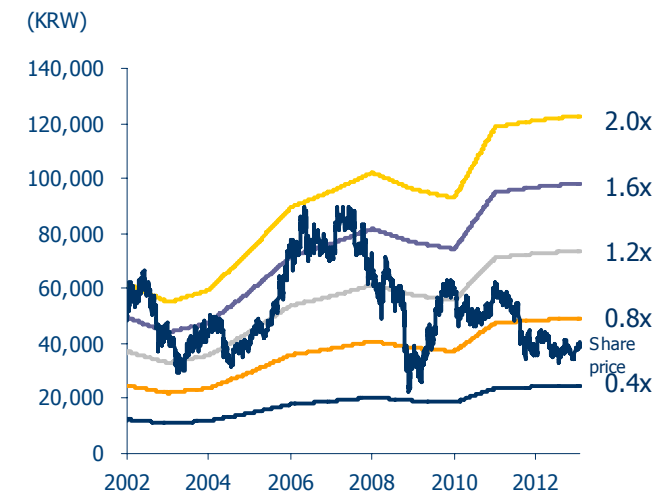
자료: KB 금융, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 KB 금융 – 12M fwd P/BV



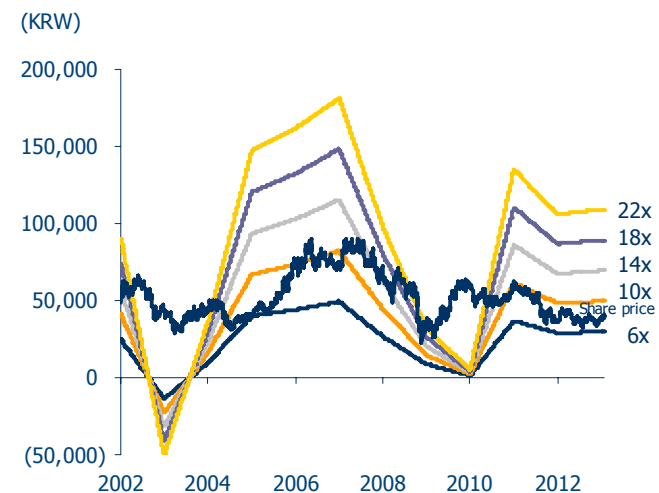
자료: KB 금융, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 KB 금융 – 12M fwd P/BV



자료: KB 금융, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 KB 금융 – 12M fwd P/E



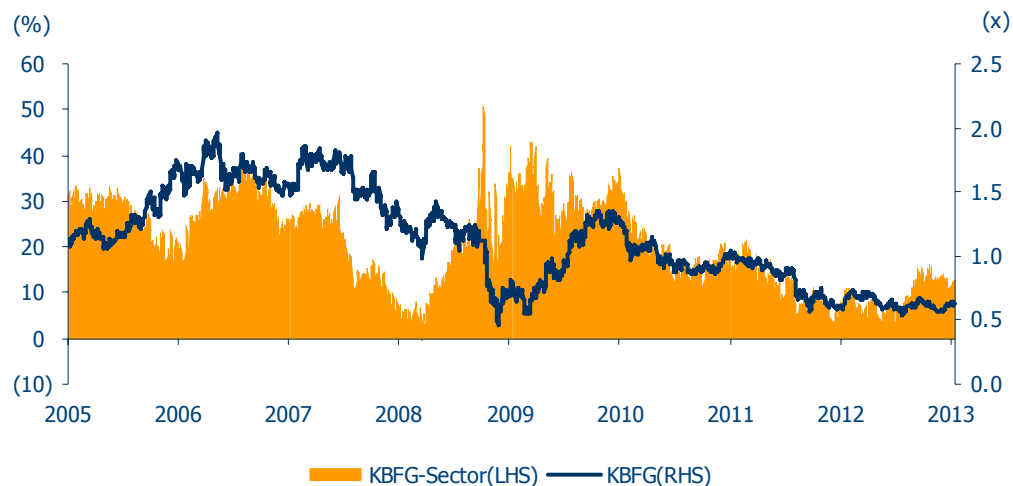
자료: KB 금융, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 KB 금융 – 12M fwd P/POP



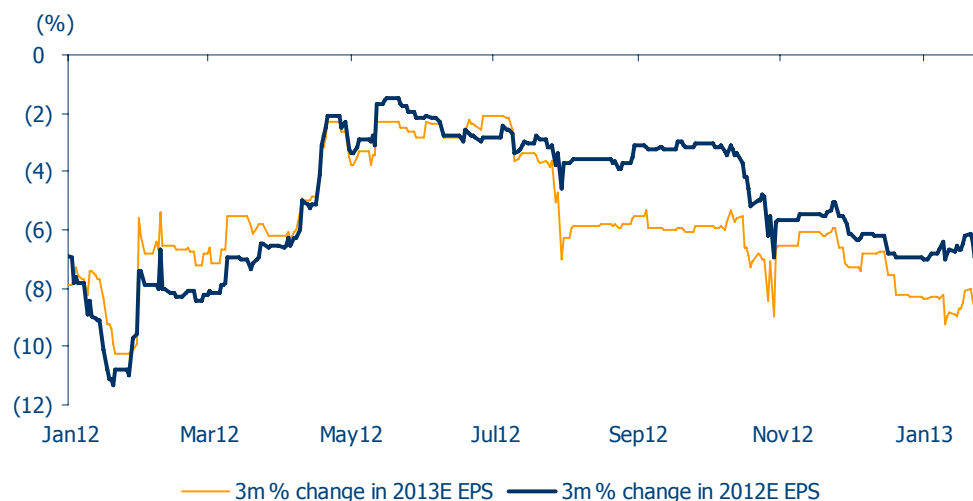
자료: KB 금융, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 KB 금융 – 은행업종 대비 12M fwd P/BV



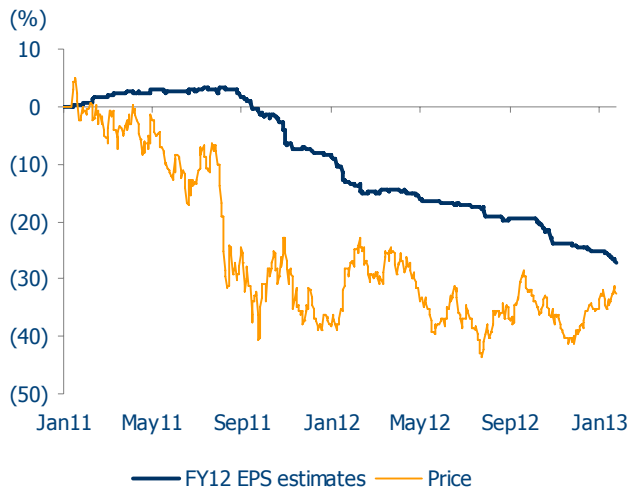
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 KB 금융 – Consensus EPS change momentum



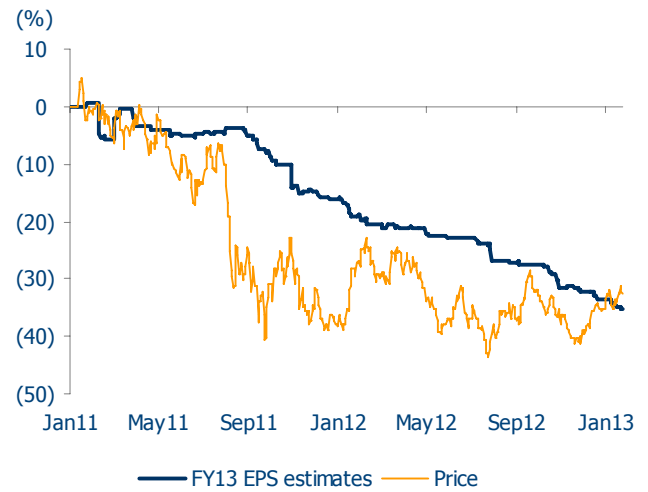
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 KB 금융 – 2012E consensus EPS revision & share price



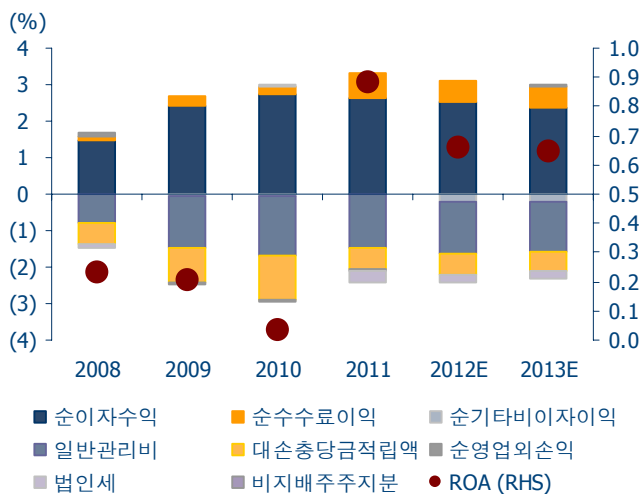
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 KB 금융 – 2013E consensus EPS revision & share price



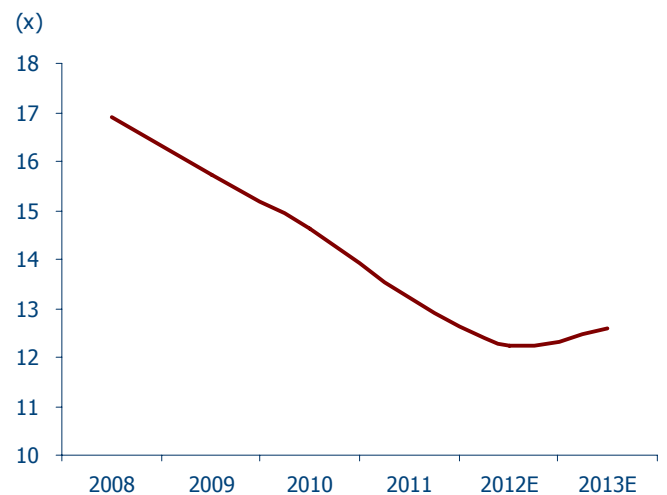
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 KB 금융 – ROA breakdown



자료: KB 금융, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 KB 금융 – Leverage



자료: KB 금융, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
이자수익	13,956	14,265	14,272	14,820
이자비용	6,852	7,158	7,237	7,399
순이자이익	7,105	7,106	7,035	7,421
순수수료이익	1,795	1,632	1,767	1,820
순기타비이자이익	(56)	(610)	(557)	(626)
총운영업이익	8,843	8,129	8,245	8,615
일반관리비	3,932	4,027	4,136	4,272
총당금적립전영업이익	4,911	4,102	4,109	4,343
총당금전입액	1,513	1,597	1,521	1,590
영업이익	3,398	2,505	2,588	2,753
운영업외이익	(138)	(61)	(63)	(56)
세전이익	3,261	2,444	2,525	2,697
법인세비용	832	578	611	653
당기순이익	2,429	1,866	1,914	2,044
당기순이익 (지배주주지분)	2,373	1,862	1,918	2,048
당기순이익 (수정)	2,140	1,862	1,918	2,048
핵심이익	8,899	8,739	8,802	9,241
핵심 PPOP (핵심이익-SG&A)	4,967	4,711	4,666	4,969

자료: KB 금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
현금 및 예치금	9,178	12,731	13,100	13,479
금융자산	45,099	46,560	47,970	49,424
대출채권 및 수취채권	212,107	215,324	226,389	236,214
유형자산	3,238	3,162	3,109	3,058
기타자산	7,979	11,877	11,847	11,826
자산총계	277,601	289,654	302,415	314,001
예수부채	190,338	198,204	202,608	208,349
차입부채	16,824	19,759	19,974	20,193
사채	27,070	23,987	24,500	25,032
기타부채	20,270	24,118	31,418	35,121
부채총계	254,501	266,067	278,500	288,696
자본금	1,932	1,932	1,932	1,932
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	15,842	15,840	15,840	15,840
이익잉여금	4,953	5,214	5,543	6,933
자본조정	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	192	401	401	401
비지배지분	182	200	200	200
자본총계	23,100	23,586	23,915	25,305

자료: KB 금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

DuPont analysis (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
이자수익	5.17	5.03	4.82	4.81
이자비용	2.54	2.52	2.44	2.40
순이자수익	2.63	2.51	2.38	2.41
순수수료이익	0.67	0.58	0.60	0.59
순기타비이자이익	(0.02)	(0.21)	(0.19)	(0.20)
총영업이익	3.28	2.87	2.79	2.80
일반관리비	1.46	1.42	1.40	1.39
총당금적립전이익	1.82	1.45	1.39	1.41
총당금전입액	0.56	0.56	0.51	0.52
운영업외손익	(0.05)	(0.02)	(0.02)	(0.02)
세전이익	1.21	0.86	0.85	0.88
법인세비용	0.31	0.20	0.21	0.21
비지배지분순이익	0.02	0.00	0.00	0.00
ROA	0.88	0.66	0.65	0.66
레버리지 (x)	13.21	12.25	12.57	12.63
ROE	11.61	8.04	8.14	8.39
자산건전성 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
고정비하여신비율	1.56	1.32	1.23	1.17
요주의비하여신비율	3.82	3.48	3.35	3.28
총당금커버리지비율	153.05	186.41	196.95	198.31
총당금비율 (총여신대비)	2.38	2.47	2.42	2.32
총당금 전입액 (대출자산대비)	0.71	0.74	0.67	0.67
총당금 전입액 (총여신대비)	0.70	0.74	0.67	0.67
Per share items (원)	2011A	2012E	2013E	2014E
EPS (reported)	6,142	4,820	4,964	5,302
EPS (normalized)	5,540	4,820	4,964	5,302
BVPS	59,319	60,531	61,383	64,980
DPS (common share)	720	750	850	900
PPOP / share	12,712	10,616	10,635	11,242

자료: KB 금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Key ratios (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
성장성 (YoY)				
원화대출금 성장률 (은행)	6.9	1.1	5.0	4.2
대출 성장률	7.9	1.5	5.1	4.3
예금 성장률	3.1	4.1	2.2	2.8
자본 성장률	25.3	2.1	1.4	5.8
총자산 성장률	6.0	4.3	4.4	3.8
순이자수익 성장률	(1.8)	0.0	(1.0)	5.5
순수수료이익 성장률	259	(9.1)	8.3	3.0
총당금적립전영업이익 성장률	47.3	(16.5)	0.2	5.7
영업이익 성장률	1,663	(26.3)	3.3	6.4
당기순이익 성장률	2,587	(21.5)	3.0	6.8
수익성				
예대금리차 (은행)	2.4	2.1	2.0	2.0
순이자마진 (은행)	2.5	2.2	2.0	2.0
PPOP margin	1.8	1.4	1.4	1.4
ROA	0.9	0.7	0.6	0.7
ROE	11.6	8.0	8.1	8.4
유동성				
원화 예대율 (CD 등 제외) (은행)	98.0	98.5	98.5	98.5
총자산대비 대출채권	76.4	74.3	74.9	75.2
자산건전성				
BIS 자기자본비율	13.1	12.5	12.3	13.5
기본자본비율 (Tier 1 자본비율)	10.1	9.6	9.6	10.9
보완자본비율 (Tier 2 자본비율)	3.0	2.9	2.7	2.6
영업효율성				
비용-수익 비율	44.5	49.5	50.2	49.6
비용-자산 비율	1.4	1.4	1.4	1.4
배당				
배당성향	11.5	15.5	17.2	17.0

자료: KB 금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

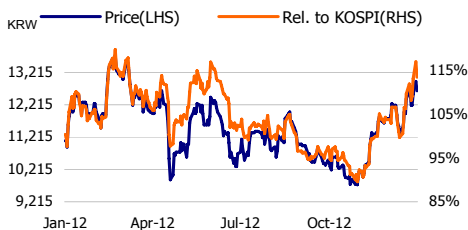
Earnings preview

Korea / Banks	
30 January 2013	BUY
목표주가	15,000 원
현재주가 (29 Jan 13)	12,650 원
Upside/downside (%)	18.6
KOSPI	1955.96
시가총액 (십억원)	10,196
52 주 최저/최고	9,700 - 14,000
일평균거래대금 (십억원)	20.5
외국인 지분율 (%)	24.5

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
순이자이익(십억원)	7,262.0	7,257.1	7,239.0	7,705.6
순비이자이익(십억원)	1,950.2	1,363.7	1,321.9	1,457.5
영업이익(십억원)	3,160.7	2,239.4	2,109.6	2,568.0
당기순이익(십억원)	2,136.8	1,560.7	1,430.3	1,741.9
수정당기순이익(십억원)	1,458.5	1,229.8	1,430.3	1,741.9
EPS(십억원)	2,651.1	1,936.3	1,774.5	2,161.2
EPS growth (%)	78.8	(27.0)	(8.4)	21.8
P/E (x)	3.56	6.09	7.13	5.85
P/POP (x)	1.40	2.08	2.32	2.11
P/B (x)	0.43	0.51	0.52	0.49
ROE (%)	13.3	8.6	7.4	8.5
배당수익률 (%)	2.1	2.1	2.1	2.5

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	7.2	20.5	15.0
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	9.3	17.1	15.5

강혜승, Analyst

3774-1903 heather.kang@miraeasset.com

차인환

3774-3935 inhwan.cha@miraeasset.com

우리금융지주 (053000 KS)

은행업종 투자심리 개선은 우리금융 주가 상승 탄력을 높인다

우리금융지주(우리금융) 주가는 최근 2 개월간 27.3% 상승하며, KOSPI 및 peer 대비 각각 26.2ppt, 11.2ppt 아웃퍼폼. 2월 7일 발표 예정인 2012년 4분기 순이익은 1,180 억원으로 블룸버그 컨센서스 2,200 억원을 크게 하회할 전망. 단기간 내 강한 주가 랠리 시현했다는 점과 부진한 4분기 실적으로 인해 주가 조정 시, 매수 기회로 활용할 것을 권고함. 당사는 2013년에 은행업종에 대한 투자 심리가 개선될 것으로 전망하는 데, 1) 규제 리스크가 정점을 지났고, 2) 2012년 내내 가파르게 하락하던 NIM이 2013년 2분기 이후 안정화될 것으로 보며, 3) 경기 회복 기대감이 존재하기 때문. 가장 저평가된 은행주 중 하나이며, 새 정부 출범 이후 민영화 작업 재개 가능성 보유한 우리금융은 은행업종 투자 심리 개선 및 밸류에이션 정상화 국면에서 시장 및 peer 대비 아웃퍼폼할 전망. 투자 의견 BUY 및 목표주가 15,000 원(2013년 목표 P/B 0.6 배)을 유지.

4Q12 preview – 순이익 1,180 억원(-58% YoY, -77% QoQ) 예상

우리금융의 2012년 4분기 순이익은 전년동기 및 전분기 대비 각각 58%, 77% 감소한 1,180 억원으로 블룸버그 컨센서스 2,200 억원을 크게 하회할 전망. 기대를 상회하는 총당금 비용(연말 총당금 기준 강화, NPL 비율을 낮추려는 목적으로 대규모 상,매각을 시행한 데 따르는 총당금 비용, 금감원 권고에 따라 조선사 및 선물환 포지션에 대한 추가 총당금 인식 등)과 투자유가증권 감액 손실 등에 따른 것으로 추정함. 자산클린화 노력(약 1조원 규모의 NPL 상,매각 시행)을 통해, 3분기말 2.07%(1.87%)였던 그룹(우리은행) 기준 NPL 비율을 연말 1.9%(1.67%)로 낮춘 것으로 추정. 우리은행 기준 4분기 NIM은 2.24%로 전분기 대비 5bps 하락한 것으로 추정됨. 은행 원화대출금은 연말 자산 상,매각 후 전분기 대비 0.3% 감소한 것으로 추정. 순이자이익은 전년동기와 유사하며 전분기 대비 1% 감소한 1조 7,770 억원을 기록할 전망이다. 핵심이익(순이자이익+순수수료 이익)은 전년동기 및 전분기 대비 각각 2%, 1% 감소한 2조 190 억원으로 추정됨.

2012-14년 순이익 추정치 3-11% 하향 조정; 2013년 순이익 1.4조원(-8% YoY) 예상

예상보다 큰 NIM 하락과 총당금 비용을 반영하여, 우리금융의 2012년, 2013년, 2014년 이익 추정치를 각각 3%, 11%, 9% 하향 조정함. 우리금융의 2013년 순이익은 1조 4,300 억원으로 2012년 예상 순이익 1조 5,610 억원 대비 8% 감소할 전망이다. 2013년 우리은행 기준 NIM은 2.20%로 2012년 예상 NIM 2.35% 대비 15bps 하락할 것으로 예상함. 2013년 1분기에도 NIM 하락세가 지속될 것이나 하락폭은 축소되어 갈 것으로 전망하는데, 이는 대출 금리 하락 요인으로 작용한 비우호적 규제 영향과 기준금리 인하에 따른 CD 금리 등 시장금리 인하 폭이 점차 완화 및 축소될 것으로 전망하며, 은행간 우량 고객 위주의 대출 경쟁에 따른 대출 금리 하락세도 은행들이 대출 성장보다는 마진 관리 중심 전략을 수립함에 따라 멈출 것으로 전망함. 은행 (우리+광주+경남) 대출 자산은 전년 대비 4.8% 성장하는 것을 가정했음. 일반관리비는 2012년 예상 대비 3% 증가하여 Cost-Income 비율이 2012년 47.1%에서 2013년 49.4%로 상승할 전망이다.

자산건전성 개선 – 속도는 부진한 경기 영향으로 더딜 수 있으나, 개선 추이는 맞다

우리금융의 2013년 예상 총여신 대비 credit cost는 2009-10년 평균 127bps, 2011-12년 평균 105bps 대비 안정화된 100bps로 전망하는데, 이는 과거 대비 개선된 자산건전성(낮아진 NPL 비율, 축소된 경기 민감 업종 자산 익스포저)을 감안했기 때문임. 과거를 돌아보면, 경기 확장 국면에서 여신이 경제 성장 대비 초과 성장을 시현하며, 여신 증가가 특정 섹터에 집중되었다가, 경기 둔화 국면에서 여신 성장률이 하락하면서 초과 성장한 특정 섹터의 NPL이 급증하며 credit cost가 상승하는 경향을 보임. 다시 말해, credit cost는 대출자산 성장에 1-3년 후행하며 따라가는 모습을 보인 것. 2008년 금융위기 이후 여신 성장이 과도하지 않았고 특정 부문에 집중되었다고 보기 어려운 점은 향후 우리금융의 credit cost에 대한 우려를 경감시킴. 또한 2008년 금융위기 이후 경기 민감 업종 기업 여신에 대하여 수차례 구조조정을 거치며 총당금 적립, 익스포저 비중 축소 등 대비를 했었다는 점도 우려를 경감시킨다는 판단임.

Figure 1 우리금융 - 실적 추정 변경

(십억원)	New			Old			Change (%, ppt)		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
순이자수익	7,257	7,239	7,706	7,260	7,312	7,821	(0.0)	(1.0)	(1.5)
순비이자수익	1,364	1,322	1,457	1,365	1,331	1,470	(0.1)	(0.7)	(0.8)
총순영업수익	8,621	8,561	9,163	8,625	8,643	9,290	(0.1)	(1.0)	(1.4)
판관비	4,057	4,173	4,331	4,071	4,266	4,467	(0.4)	(2.2)	(3.1)
총당금적립전영업이익	4,564	4,388	4,832	4,554	4,377	4,823	0.2	0.2	0.2
총당금전입액	2,325	2,279	2,264	2,231	2,008	2,007	4.2	13.5	12.8
영업이익	2,239	2,110	2,568	2,323	2,369	2,816	(3.6)	(11.0)	(8.8)
영업외수익	(243)	11	14	(243)	17	20	0.0	(36.3)	(29.9)
법인세차감전순이익	1,996	2,120	2,582	2,079	2,386	2,836	(4.0)	(11.1)	(9.0)
당기순이익	1,561	1,430	1,742	1,616	1,610	1,913	(3.4)	(11.1)	(9.0)

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Figure 2 우리금융 - 분기/연간 수익 추정

(단위:십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
순이자이익	1,862	1,837	1,788	1,770	1,762	1,792	1,828	1,858	7,262	7,257	7,239
비이자이익	428	514	188	234	309	322	334	357	1,950	1,364	1,322
일반관리비	934	1,020	958	1,145	965	1,054	990	1,165	3,783	4,057	4,173
총당금전입액	434	925	289	677	522	610	514	633	2,269	2,325	2,279
영업이익	922	406	729	182	584	450	659	417	3,161	2,239	2,110
순이익	645	293	505	118	397	305	447	281	2,137	1,561	1,430

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Figure 3 우리금융 - Target price valuation

Sustainable ROE	7.8%
Growth	2%
Cost of equity	11.4%
Cost of equity	11.4%
Rf	3.0%
Beta	1.4
Market premium	6.2%
Fair P/B (x)	0.6
2013E BVPS (KRW)	24,541
Target price (KRW)	15,000

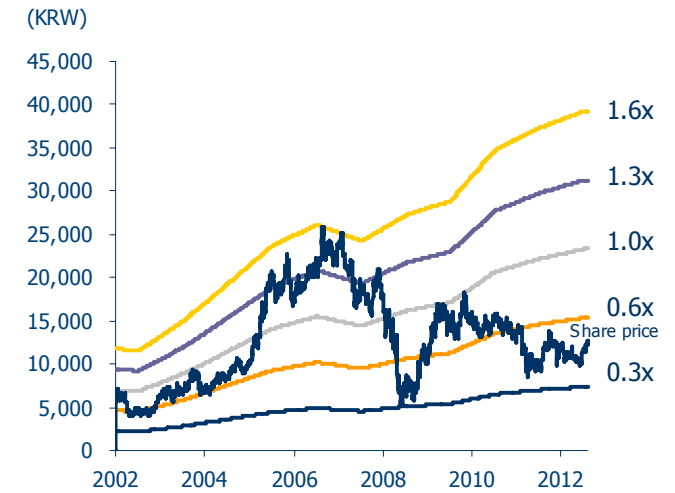
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Figure 4 우리금융 - 12M fwd P/BV



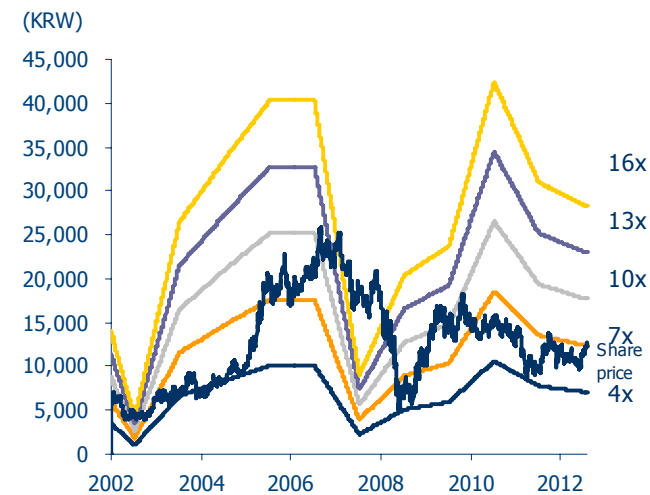
자료: 우리금융, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 우리금융 - 12M fwd P/BV (x)



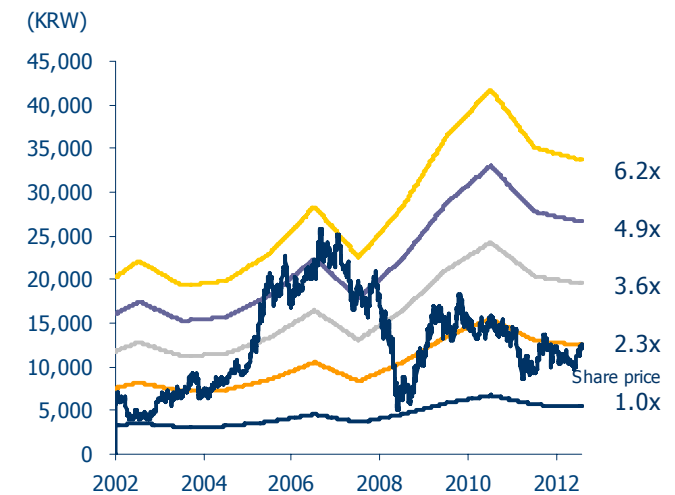
자료: 우리금융, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 우리금융 - 12M fwd P/E (x)



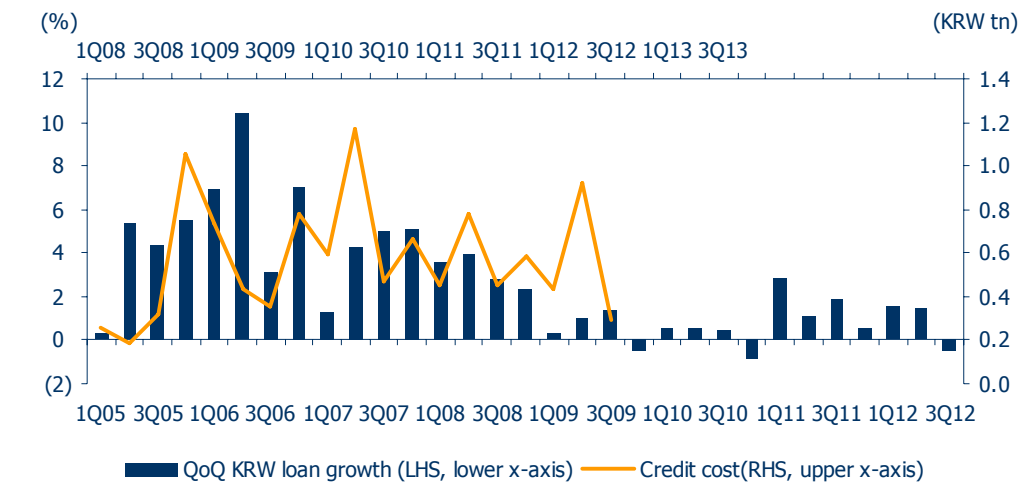
자료: 우리금융, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 우리금융 - 12M fwd P/POP (x)



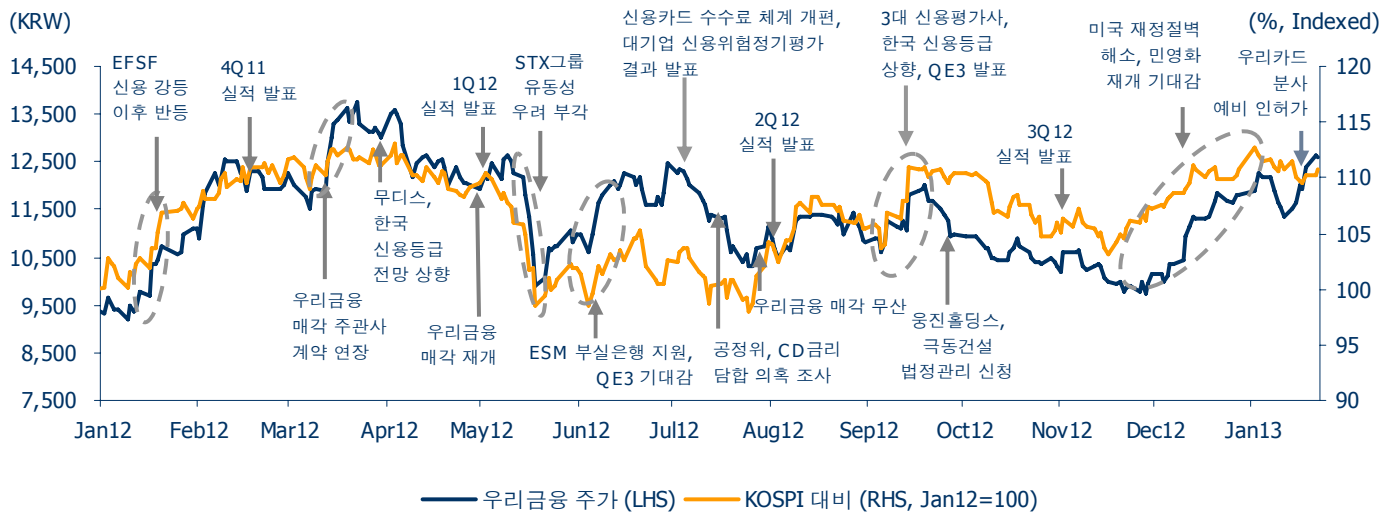
자료: 우리금융, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 우리금융 – Credit cost & QoQ KRW loan growth



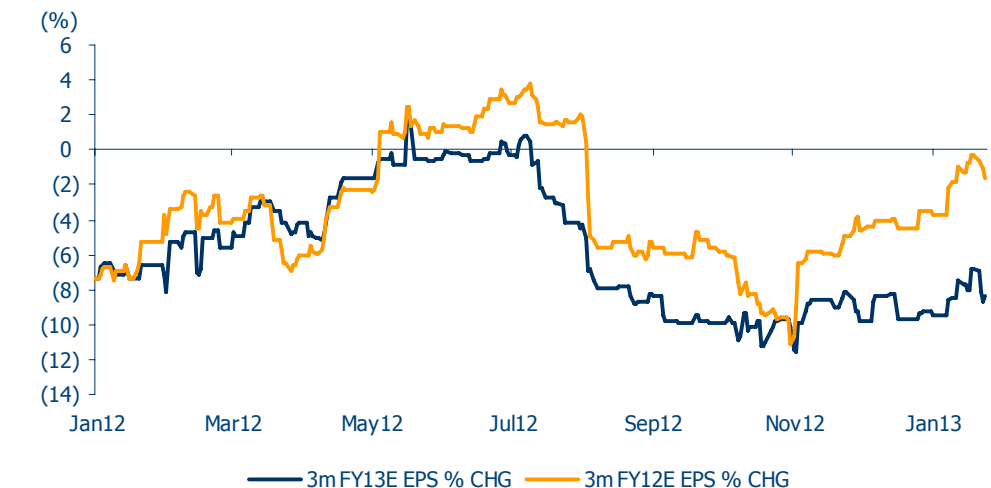
자료: 우리금융, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 우리금융 – 주가와 주요 이벤트



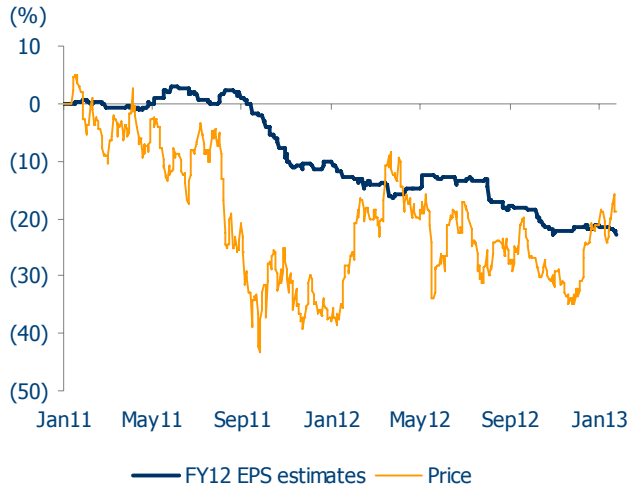
자료: 우리금융, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 우리금융 – Consensus EPS change momentum



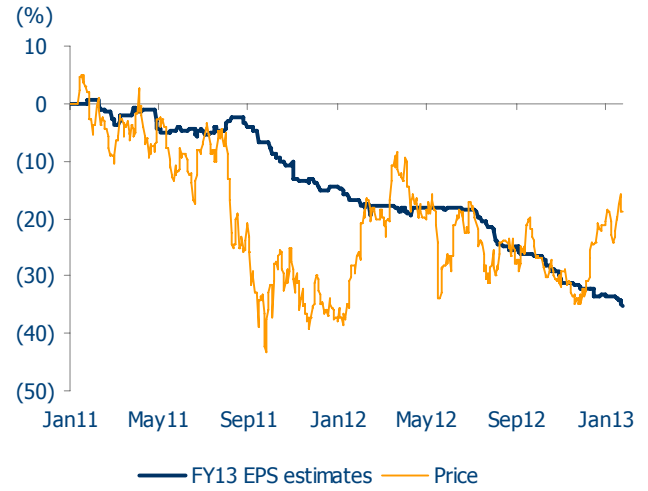
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 우리금융 – 2012E consensus EPS revision & share price



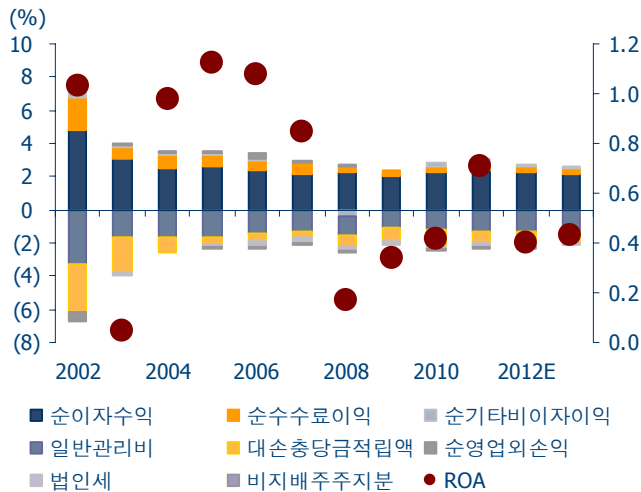
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 우리금융 – 2013E consensus EPS revision & share price



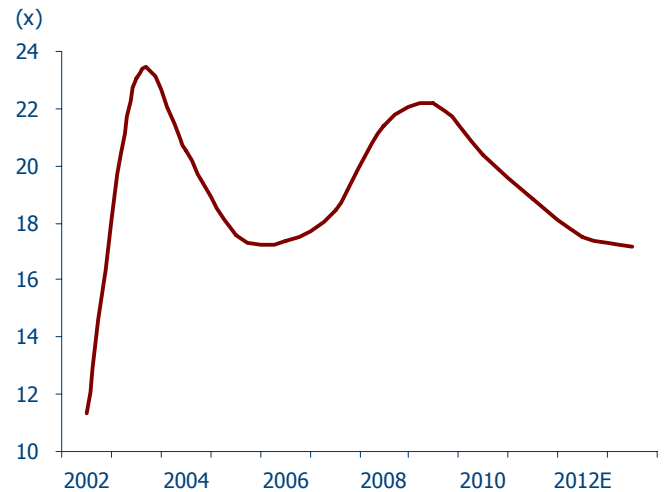
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 우리금융 – ROA breakdown



자료: 우리금융, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 우리금융 – Leverage



자료: 우리금융, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
이자수익	15,045	15,103	15,099	15,792
이자비용	7,783	7,846	7,860	8,086
순이자이익	7,262	7,257	7,239	7,706
순수수료이익	1,195	1,016	1,028	1,082
순기타비이자이익	755	347	294	375
총영업이익	9,212	8,621	8,561	9,163
일반관리비	3,783	4,057	4,173	4,331
총당금적립전영업이익	5,430	4,564	4,388	4,832
총당금전입액	2,269	2,325	2,279	2,264
영업이익	3,161	2,239	2,110	2,568
영업외이익	17	(243)	11	14
세전이익	3,177	1,996	2,120	2,582
법인세비용	744	532	513	625
당기순이익	2,433	1,464	1,607	1,957
당기순이익 (지배주주지분)	2,137	1,561	1,430	1,742
당기순이익 (수정)	1,459	1,230	1,430	1,742
핵심이익	8,458	8,274	8,267	8,788
핵심 PPOP (핵심이익-SG&A)	4,675	4,217	4,094	4,457

자료: 우리금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
현금 및 예치금	6,417	6,286	6,428	6,574
금융자산	66,563	66,767	69,091	71,527
대출채권 및 수취채권	235,160	245,902	257,832	270,578
유형자산	3,633	3,690	3,743	3,798
기타자산	1,018	976	1,014	1,055
자산총계	312,792	323,621	338,108	353,534
예수부채	195,930	203,363	208,976	214,756
차입부채	34,667	34,114	35,061	36,059
사채	29,266	29,076	29,806	30,575
기타부채	30,855	33,920	40,153	46,792
부채총계	290,718	300,474	313,995	328,183
자본금	4,030	4,030	4,030	4,030
신종자본증권	309	498	498	498
자본잉여금	176	174	174	174
이익잉여금	12,423	13,777	14,742	15,980
자본조정	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	586	335	335	335
비지배지분	4,549	4,333	4,333	4,333
자본총계	22,073	23,147	24,113	25,351

자료: 우리금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

DuPont analysis (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
이자수익	4.98	4.75	4.56	4.57
이자비용	2.58	2.47	2.38	2.34
순이자수익	2.40	2.28	2.19	2.23
순수수료이익	0.40	0.32	0.31	0.31
순기타비이자이익	0.25	0.11	0.09	0.11
총영업이익	3.05	2.71	2.59	2.65
일반관리비	1.25	1.27	1.26	1.25
총당금적립전이익	1.80	1.43	1.33	1.40
총당금전입액	0.75	0.73	0.69	0.65
순영업외손익	0.01	(0.08)	0.00	0.00
세전이익	1.05	0.63	0.64	0.75
법인세비용	0.25	0.17	0.16	0.18
비지배지분순이익	0.10	0.06	0.05	0.06
ROA	0.71	0.49	0.43	0.50
레버리지 (x)	18.84	17.51	17.15	16.95
ROE	13.33	8.59	7.41	8.54
자산건전성 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
고정비하여신비율	1.97	1.90	1.79	1.57
요주의이하여신비율	4.73	4.25	4.09	3.70
총당금커버리지비율	121.50	122.20	132.35	140.87
총당금비율 (총여신대비)	2.39	2.32	2.37	2.21
총당금 전입액 (대출자산대비)	0.96	0.95	0.88	0.84
총당금 전입액 (총여신대비)	1.04	1.06	1.00	0.95
Per share items (원)	2011A	2012E	2013E	2014E
EPS (reported)	2,651	1,936	1,775	2,161
EPS (normalized)	1,810	1,526	1,775	2,161
BVPS	21,742	23,342	24,541	26,076
DPS (common share)	250	250	250	300
PPOP / share	6,736	5,662	5,444	5,995

자료: 우리금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Key ratios (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
성장성 (YoY)				
원화대출금 성장률 (은행)	6.6	2.2	4.8	4.9
대출 성장률	20.2	4.6	4.9	4.9
예금 성장률	4.8	3.8	2.8	2.8
자본 성장률	30.5	4.9	4.2	5.1
총자산 성장률	7.3	3.5	4.5	4.6
순이자수익 성장률	12.3	(0.1)	(0.2)	6.4
순수수료이익 성장률	13.0	(15.0)	1.2	5.2
총당금적립전영업이익 성장률	14.8	(15.9)	(3.9)	10.1
영업이익 성장률	71.9	(29.1)	(5.8)	21.7
당기순이익 성장률	78.8	(27.0)	(8.4)	21.8
수익성				
예대금리차 (은행)	3.1	2.9	2.7	2.7
순이자마진 (은행)	2.5	2.4	2.2	2.2
PPOP margin	1.8	1.4	1.3	1.4
ROA	0.7	0.5	0.4	0.5
ROE	13.3	8.6	7.4	8.5
유동성				
원화 예대율 (CD 등 제외) (은행)	96.6	96.4	96.0	96.0
총자산대비 대출채권	75.2	76.0	76.3	76.5
자산건전성				
BIS 자기자본비율	11.7	12.2	12.1	12.1
기본자본비율 (Tier 1 자본비율)	9.2	9.7	9.7	9.8
보완자본비율 (Tier 2 자본비율)	2.5	2.5	2.4	2.3
영업효율성				
비용-수익 비율	41.1	47.1	48.7	47.3
비용-자산 비율	1.2	1.3	1.2	1.2
배당				
배당성향	8.3	13.8	12.5	12.4

자료: 우리금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

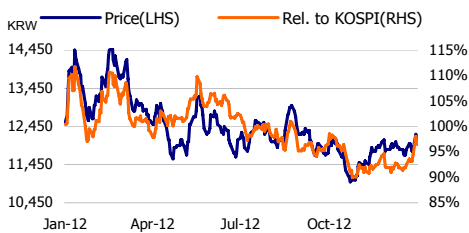
Earnings preview

Korea / Banks	
30 January 2013	HOLD
목표주가	12,500 원
현재주가 (29 Jan 13)	12,150 원
Upside/downside (%)	2.9
KOSPI	1955.96
시가총액 (십억원)	6,634
52 주 최저/최고	10,950 - 14,800
일평균거래대금 (십억원)	10.6
외국인 지분율 (%)	12.8

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
순이익(십억원)	4,690.0	4,427.2	4,254.4	4,458.2
순이자이익(십억원)	211.3	272.6	372.0	365.4
영업이익(십억원)	1,940.2	1,540.7	1,349.1	1,464.9
당기순이익(십억원)	1,449.6	1,138.1	1,030.6	1,123.1
수정당기순이익(십억원)	1,449.6	1,138.1	1,030.6	1,123.1
EPS(십억원)	2,251.0	1,767.4	1,600.5	1,744.0
EPS growth (%)	12.3	(21.5)	(9.4)	9.0
P/E (x)	5.55	6.70	7.59	6.97
P/POP (x)	2.49	2.72	2.91	2.77
P/B (x)	0.61	0.55	0.54	0.51
ROE (%)	12.3	8.4	7.2	7.5
배당수익률 (%)	4.9	4.0	3.8	4.2

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	2.5	3.4	(4.0)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	4.6	0.0	(3.5)

강혜승, Analyst

3774-1903 heather.kang@miraesasset.com

차인환

3774-3935 inhwan.cha@miraesasset.com

기업은행 (024110 KS)

4Q12 실적 부진할 전망

기업은행의 주가는 최근 2개월간 6.6% 상승하며, KOSPI 대비 5.5ppt 아웃퍼폼 했으나, peer 대비 12.2ppt 언더퍼폼. 업종 전반에 나타나는 NIM 하락에 더하여, 당사의 중소기업 대출 금리 및 수수료 인하 정책에 따라 NIM 하락이 매우 컸던 것이 주요 원인으로 판단. 은행주 중 배당성향이 가장 높아 연말 배당 투자로는 매력 보유하나, 주주 가치보다는 중소기업을 지원하는 공공적 역할이 강조되며 수익성이 크게 하락하는 국면에서, peer 대비 아웃퍼폼 기대 난망. 기업은행에 대한 투자의견 HOLD 및 목표주가를 12,500 원 유지.

4Q12 preview – 예상 순이익 1,140 억원

기업은행의 2013년 순이익(2월 7일 발표 예정)은 전년 동기 대비 173% 증가하나 전분기 대비 54% 감소한 1조 1,190 억원으로, 블룸버그 컨센서스 2,030 억원을 크게 하회할 전망이다. NIM은 전분기 대비 11bps 하락한 1.97%, 원화대출금은 전분기 대비 0.3% 성장한 것으로 추정함. 순이자이익은 전년 동기 및 전분기 대비 각각 8%, 5% 감소한 1조 470 억원으로 추정됨. 4분기는 중소기업 신용 재평가와 총당금 기준 강화 등으로 추가 총당금 부담 있는 시기임을 감안하여, 기업은행의 총당금 비용을 4,320 억원으로 추정했는데, 이는 일회적으로 총당금 비용이 급증했던 전년 동기 대비 35% 감소하나 전분기 대비 36% 증가한 수치임. 판관비는 전년 동기 및 전분기 대비 각각 3.5%, 5.2% 증가한 5,080 억원으로 추정함.

2013년 예상 순이익 1.3조원 (-9% YoY)

기업은행의 2013년 순이익은 1조 310 억원으로 2012년 예상 순이익 1조 1,380 억원 대비 9% 감소할 것으로 전망함. 2012년 들어 NIM 하락은 업종 전반적 추이이나 기업은행의 NIM 하락은, 중소기업 지원을 위한 대출 금리 인하 정책과 ABS 후순위채 이자 소멸 효과로, 더욱 큰 폭으로 진행되었음. 당사는 기업은행의 2013년 NIM이 1.95%로 2012년 예상 NIM 2.15% 대비 20bps 하락할 것으로 보고 있음. 2013년 대출자산은 전년 대비 5% 성장할 것으로 전망하나, NIM 하락을 보충하기에는 역부족이어서, 2013년 예상 순이자이익은 4조 4,250 억원으로 2012년 예상 4조 4,270 억원 대비 4% 감소할 것으로 예상됨. 총여신 대비 credit cost는 2012년 예상 93bps 대비 소폭 하락한 87bps로 가정함.

비용 증가 압력 존재

일반관리비는 2012년 대비 2% 증가하여, Cost-Income 비율이 2012년 예상 40.4%에서 41.9%로 상승할 것으로 전망함. 기업은행은 Cost-Income 비율이 상대적으로 낮은 은행인데, 리테일 수신 기반 확보 전략과 현재 상대적으로 낮은 임금 등을 감안하면 향후 상승 압력이 존재한다는 판단임.

Figure 1 기업은행 – 실적 추정 변경

(십억원)	New			Old			Change (%, ppt)		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
순이자수익	4,427	4,254	4,458	4,457	4,407	4,733	(0.7)	(3.5)	(5.8)
순비이자수익	273	372	365	274	371	257	(0.7)	0.2	42.0
총순영업수익	4,700	4,626	4,824	4,731	4,778	4,990	(0.7)	(3.2)	(3.3)
판관비	1,898	1,936	1,994	1,896	1,972	2,110	0.1	(1.8)	(5.5)
총당금적립전영업이익	2,801	2,690	2,829	2,835	2,806	2,881	(1.2)	(4.1)	(1.8)
총당금전입액	1,261	1,341	1,364	1,233	1,340	1,375	2.3	0.1	(0.8)
영업이익	1,541	1,349	1,465	1,602	1,466	1,506	(3.9)	(8.0)	(2.7)
영업외수익	(37)	8	14	(37)	8	14	n.a.	n.a.	n.a.
세전이익	1,504	1,357	1,479	1,566	1,474	1,520	(3.9)	(7.9)	(2.7)
당기순이익	1,138	1,031	1,123	1,185	1,119	1,154	(4.0)	(7.9)	(2.7)

자료: 기업은행, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 기업은행 – 분기/연간 실적 추정

(단위:십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
순이자이익	1,151	1,128	1,101	1,047	1,036	1,056	1,077	1,086	4,690	4,427	4,254
비이자이익	187	40	14	32	94	93	93	92	211	273	372
일반관리비	405	502	483	508	413	512	493	518	1,668	1,898	1,936
총당금전입액	312	199	318	432	292	275	349	425	1,293	1,261	1,341
영업이익	621	468	314	139	425	362	328	235	1,940	1,541	1,349
순이익	469	309	247	114	320	275	249	187	1,450	1,138	1,031

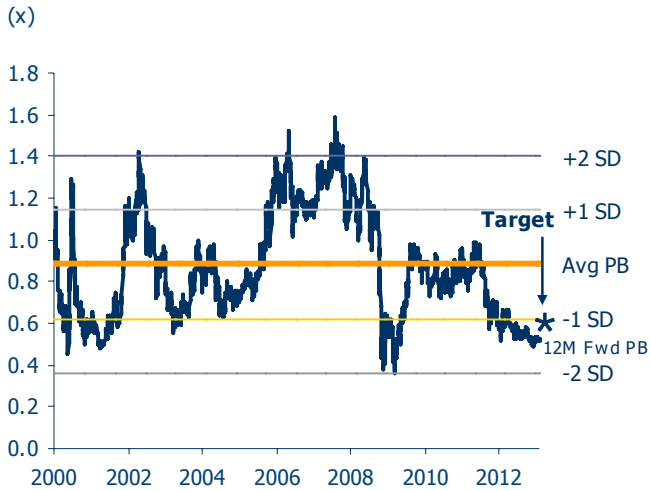
자료: 기업은행, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 기업은행 – Target price valuation

Sustainable ROE	7.2%
Growth	2%
Cost of equity	11.3%
Cost of equity	11.3%
Rf	3.0%
Beta	1.3
Market premium	6.2%
Fair P/B (x)	0.6
2013 BVPS (KRW)	22,691
Target price (KRW)	12,500

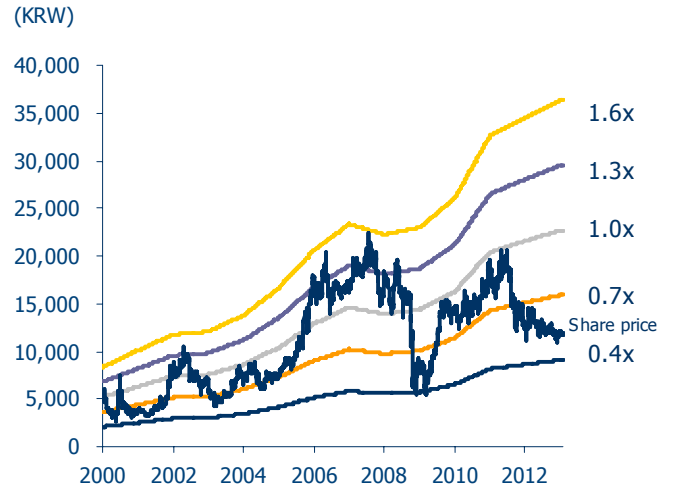
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Figure 4 기업은행 – 12M fwd & target P/BV



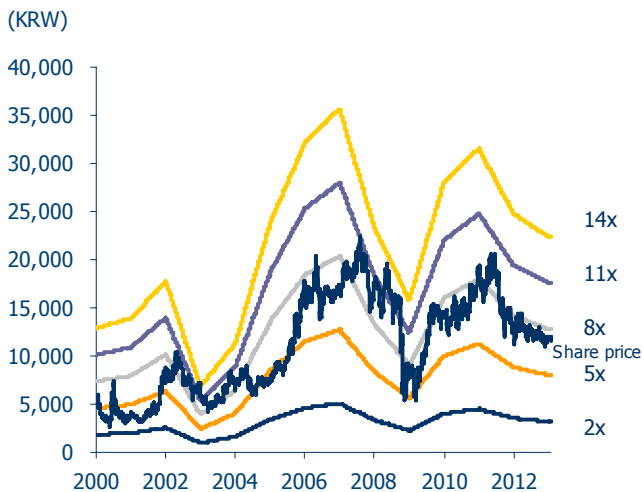
자료: 기업은행, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 기업은행 – 12M fwd P/BV (x)



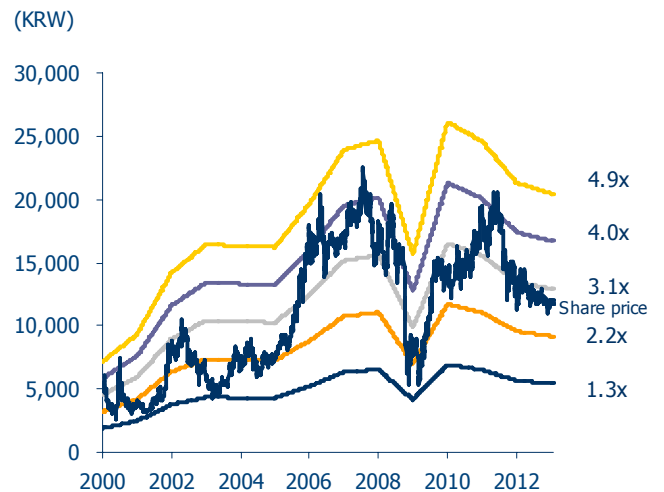
자료: 기업은행, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 기업은행 – 12M fwd P/E (x)



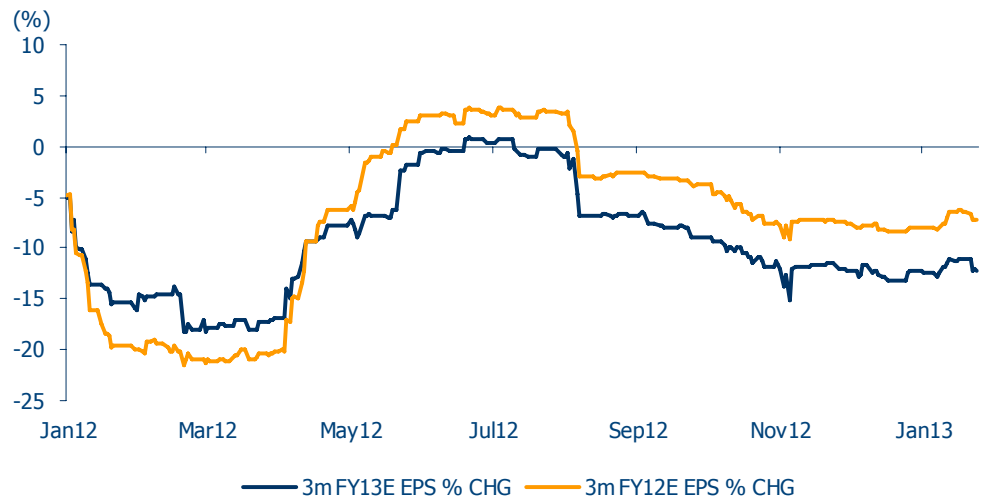
자료: 기업은행, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 기업은행 – 12M fwd P/POP (x)



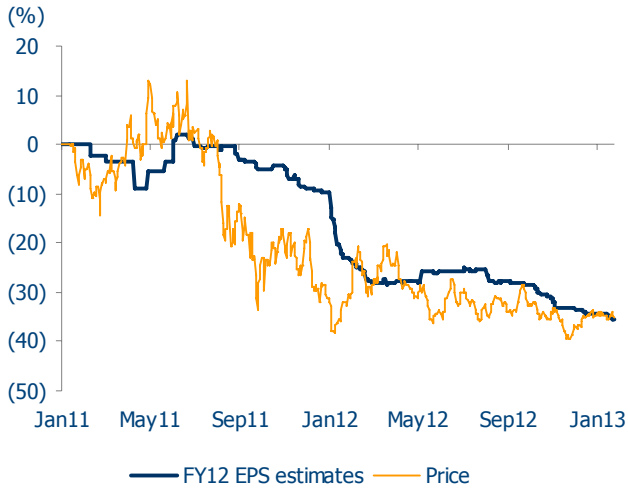
자료: 기업은행, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 기업은행 – Consensus EPS change momentum



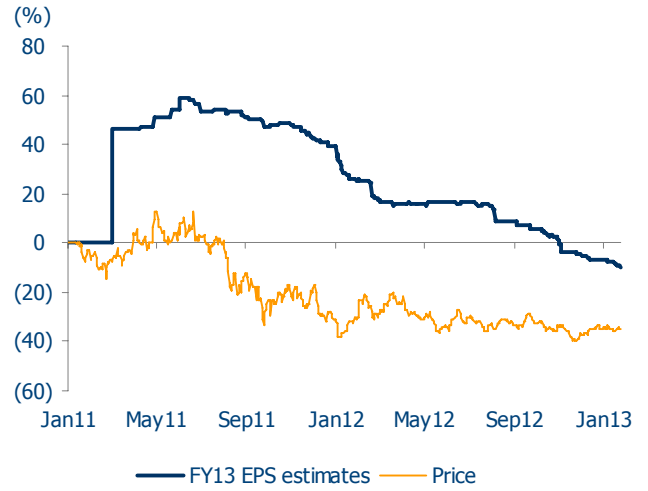
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 기업은행 – 2012E consensus EPS revision & share price



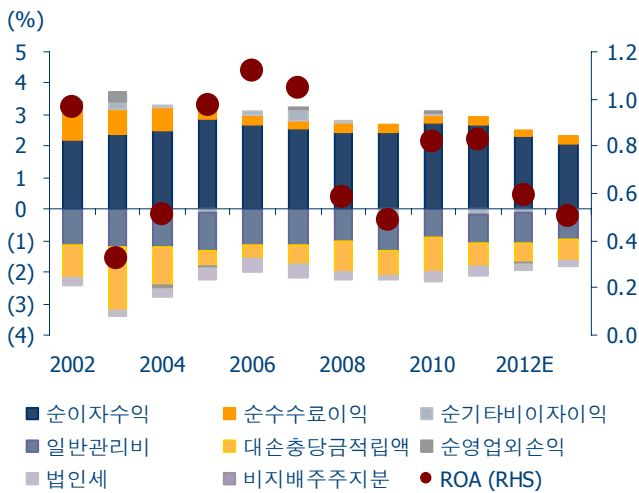
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 기업은행 – 2013E consensus EPS revision & share price



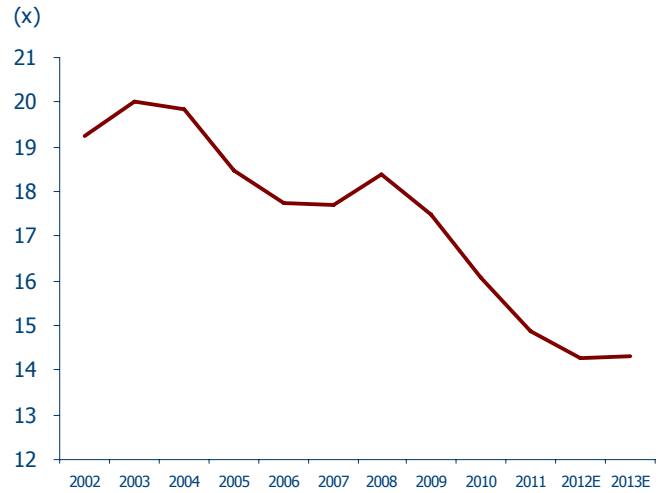
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 기업은행 – ROA breakdown



자료: 기업은행, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 기업은행 – Leverage



자료: 기업은행, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
이자수익	9,373	9,470	9,482	9,885
이자비용	4,683	5,043	5,228	5,427
순이자이익	4,690	4,427	4,254	4,458
수수료이익	457	424	441	456
순기타비이자이익	(246)	(152)	(69)	(90)
총운영이익	4,901	4,700	4,626	4,824
일반관리비	1,668	1,898	1,936	1,994
총당금적립전영업이익	3,233	2,801	2,690	2,829
총당금전입액	1,293	1,261	1,341	1,364
영업이익	1,940	1,541	1,349	1,465
운영외이익	(12)	(37)	8	14
세전이익	1,928	1,504	1,357	1,479
법인세비용	488	368	328	358
당기순이익	1,440	1,136	1,028	1,121
당기순이익 (지배주주지분)	1,450	1,138	1,031	1,123
당기순이익 (수정)	1,450	1,138	1,031	1,123
핵심이익	5,147	4,851	4,695	4,914
핵심 PPOP (핵심이익-SG&A)	3,479	2,953	2,759	2,920

자료: 기업은행, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
현금 및 예치금	7,397	7,629	7,899	8,220
금융자산	29,950	34,879	36,116	37,582
대출채권 및 수취채권	142,446	148,551	155,683	163,052
유형자산	1,503	1,545	1,576	1,608
기타자산	4,681	6,814	6,952	7,092
자산총계	185,976	199,419	208,226	217,555
예수부채	66,920	75,237	78,291	81,470
차입부채	29,514	28,469	29,479	30,676
사채	65,985	68,870	71,311	74,207
기타부채	10,355	12,874	14,456	15,682
부채총계	172,774	185,450	193,538	202,035
자본금	3,220	3,220	3,220	3,220
신종자본증권	600	600	600	600
자본잉여금	454	454	454	454
이익잉여금	8,331	9,061	9,780	10,611
자본조정	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	524	558	558	558
비지배지분	73	76	76	76
자본총계	13,202	13,969	14,688	15,519

자료: 기업은행, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

DuPont analysis (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
이자수익	5.33	4.91	4.65	4.64
이자비용	2.67	2.62	2.56	2.55
순이자수익	2.67	2.30	2.09	2.09
수수료이익	0.26	0.22	0.22	0.21
순기타비이자이익	(0.14)	(0.08)	(0.03)	(0.04)
총영업이익	2.79	2.44	2.27	2.27
일반관리비	0.95	0.99	0.95	0.94
총당금적립전이익	1.84	1.45	1.32	1.33
총당금전입액	0.74	0.65	0.66	0.64
순영업외손익	(0.01)	(0.02)	0.00	0.01
세전이익	1.10	0.78	0.67	0.69
법인세비용	0.28	0.19	0.16	0.17
비지배지분순이익	(0.01)	0.00	0.00	0.00
ROA	0.82	0.59	0.51	0.53
레버리지 (x)	14.88	14.26	14.30	14.17
ROE	12.28	8.42	7.23	7.47
자산건전성 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
고정비하여신비율	1.48	1.38	1.35	1.32
요주의하여신비율	3.46	3.12	2.89	2.81
총당금커버리지비율	161.60	154.20	156.20	157.70
총당금비율 (총여신대비)	2.39	2.13	2.11	2.09
총당금 전입액 (대출자산대비)	1.11	0.91	0.86	0.84
총당금 전입액 (총여신대비)	1.13	0.93	0.87	0.85
Per share items (원)	2011A	2012E	2013E	2014E
EPS (reported)	2,251	1,767	1,600	1,744
EPS (normalized)	2,251	1,767	1,600	1,744
BVPS	20,388	21,574	22,691	23,982
DPS (common share)	580	480	450	450
PPPOP / share	5,021	4,350	4,177	4,393

자료: 기업은행, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Key ratios (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
성장성 (YoY)				
원화대출금 성장률 (은행)	8.0	5.0	5.0	4.9
대출 성장률	11.9	4.3	4.8	4.7
예금 성장률	14.8	12.4	4.1	4.1
자본 성장률	25.9	5.8	5.1	5.7
총자산 성장률	12.4	7.2	4.4	4.5
순이자수익 성장률	7.7	(5.6)	(3.9)	4.8
수수료이익 성장률	26.8	(7.2)	3.9	3.4
총당금적립전영업이익 성장률	(5.8)	(13.4)	(4.0)	5.2
영업이익 성장률	17.5	(20.6)	(12.4)	8.6
당기순이익 성장률	12.4	(21.5)	(9.4)	9.0
수익성				
예대금리차 (은행)	2.5	2.0	1.8	1.8
순이자마진 (은행)	2.6	2.1	2.0	2.0
PPOP margin	1.8	1.5	1.3	1.3
ROA	0.8	0.6	0.5	0.5
ROE	12.3	8.4	7.2	7.5
유동성				
총자산대비 대출채권	76.6	74.5	74.8	74.9
자산건전성				
BIS 자기자본비율	11.7	12.8	12.8	12.9
기본자본비율 (Tier 1 자본비율)	8.9	9.0	9.2	9.4
보완자본비율 (Tier 2 자본비율)	2.8	3.7	3.6	3.5
영업효율성				
비용-수익 비율	34.0	40.4	41.9	41.3
비용-자산 비율	0.9	1.0	0.9	0.9
배당				
배당성향	25.9	27.2	28.2	25.9

자료: 기업은행, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

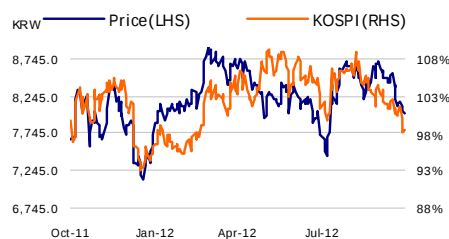
Company update / Earnings preview

Korea / Banks	
29 January 2013	HOLD
목표주가	8,000 원
현재주가 (28 Jan 13)	7,790 원
Upside/downside (%)	2.7
KOSPI	1939.71
시가총액 (십억원)	5,024
52 주 최저/최고	6,680 - 9,120
일평균거래대금 (십억원)	5.7
외국인 지분율 (%)	19.1

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
순이익(십억원)	2,549.9	2,481.6	2,505.0	2,694.7
순비이자이익(십억원)	1,643.0	589.6	480.1	473.5
영업이익(십억원)	2,140.8	901.1	930.0	1,065.4
당기순이익(십억원)	1,654.7	645.9	705.6	808.3
수정당기순이익(십억원)	907.4	517.5	705.6	808.3
EPS(십억원)	2,565.9	1,001.6	1,094.1	1,253.4
EPS growth (%)	62.0	(61.0)	9.2	14.6
P/E (x)	3.04	7.78	7.12	6.22
P/POP (x)	1.86	3.27	3.30	3.02
P/B (x)	0.58	0.55	0.51	0.47
ROE (%)	19.5	7.3	7.4	7.9
배당수익률 (%)	21.0	0.0	1.4	1.4

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	2.2	3.5	(4.4)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	5.1	0.9	(3.1)

강혜승, Analyst

3774-1903 heather.kang@miraeasset.com

차인환

3774-3935 inhwan.cha@miraeasset.com

외환은행 (004940 KS)

하나금융의 완전 자회사가 될 것

외환은행은 1월 28일 장 개시 전 공시를 통해 하나금융지주(086790KS, BUY, CP 40,500 원, TP 51,000 원)과의 주식 교환을 통해 하나금융의 완전 자회사(100% 지분 보유 자회사)로 편입되는 것으로 결정했음을 밝힘. 외환은행 주식 5.28 주당 하나금융 주식 1 주로 교환하여 받거나, 주식 교환에 반대하는 주주는 주식매수청구권을 행사할 수 있는데, 주식매수가는 주당 7,383 원임. 2월 7일 발표 예정인 4분기 실적은 블룸버그 컨센서스 1,130 억원을 크게 하회하는 490 억원으로 추정.

하나금융 주식으로 교환 또는 주식매수청구권 행사

1월 28일 장 개시 전 하나금융은, 신주발행을 통한 주식교환 방식으로 외환은행 잔여지분(40%)을 인수하여, 외환은행을 하나금융의 완전자회사(100% 지분 보유 자회사)로 편입할 계획을 공시함. 관련 법령에 따라 주식교환 비율은 1 대 0.1894302로 결정되었으며, 주주총회는 3월 15일, 주주권제출기간은 3월 29일부터 4월 4일, 매대거래정지예정기간은 4월 3일부터 하나금융 교환 신주의 신규상장 시까지임. 주식 교환 및 이전 일자는 4월 5일, 신주권교부예정일 및 신주 상장예정일은 각각 4월 25일, 4월 26일임. 주식 교환에 반대하는 주주(이사회 결의 사실이 공시된 날의 다음날 즉, 1월 29일까지 해당 주식의 매매가 체결되어서, 주주 기준일 즉 2월 15일 현재 주주로 등재되어 보유하고 있어야 함)는 주주 결의일 전일까지 서면으로 반대 의사를 통지해야 하며, 반대회사 통지를 한 주주는 주총일 10일 이내(2013년 3월 15일부터 2013년 3월 25일)에 주식매수청구권을 행사할 수 있음. 주식매수청구 가격은 관련 법령에 의하여 7,383 원으로 결정됨. 주식 교환 및 신주 상장과 함께 외환은행 주식은 상장 폐지 예정. 교환비율이 결정된 상황에서, 향후 외환은행 주가는 하나금융의 주가에 따라 등락할 전망.

4분기 순이익 490 억원으로 부진할 전망

외환은행의 4분기 순이익은 전년동기대비 77%, 전분기대비 61% 감소한 490 억원으로 추정되는데, 이는 블룸버그 컨센서스 1,130 억원을 크게 하회하는 실적임. 4분기 원화대출금은 전분기 대비 0.9% 성장하여 2012년에 전년 대비 9.2% 성장한 것으로 예상함. NIM은 전분기 대비 7bps 하락한 2.23%로, 전년동기 대비 2.52% 대비 29bps 하락함. 높은 대출자산 성장 효과가 NIM 하락에 의해 희석되어, 4분기 순이자이익은 6,010 억원으로 전년동기 및 전분기 대비 각각 5.9%, 2.5% 감소한 것으로 추정. 핵심이익(순이자이익+순수수료이익)은 전년동기대비 -7.8%, 전분기 대비 2.2% 하락한 6,420 억원 예상함. 총당금 비용은 연말 금감원 지도에 따라 조선사에 대한 추가 총당금 적립, 파생상품(선물환 포지션) 관련 기타총당금 인식과 외환은행의 자산건전성 분류 및 총당금 적립 기준을 하나은행과 통일하는 작업(경험손실률 산정 시 적용하는 부도율, 손실률에 대하여 관찰기간을 외환은행의 과거 2년에서 하나은행과 같은 과거 5년으로 변경)에서 발생하는 추가 총당금 등으로, 전년동기 대비 및 전분기 대비 각각 76%, 37% 증가한 2,070 억원(총여신 대비 27bps)로 추정.

2012-14년 순이익 추정치 3-7% 하향 조정; 2013년 순이익 7,060 억원 전망

예상보다 가파른 NIM 하락세, 기대를 상회하는 총당금 비용과 판관비 등을 반영하여 외환은행의 2012-14년 예상 순이익을 3-7% 하향 조정함. 외환은행의 2013년 순이익은 7,060 억원으로 2012년 예상 순이익 6,460 억원 대비 9% 증가할 전망이다. 그러나 순이익 상승은 주로, 2012년 하나금융으로의 피인수 이후 합병 관련 상여금 지급, 하나은행과 자산건전성 분류 및 총당금 적립 기준을 통일하는 과정에서의 추가 총당금 인식 등으로 인한 2012년의 기저 효과에 의한 것. 총여신 대비 credit cost는 2012년 대비 9bps 하락한 75bps로 예상함. 일반관리비는 2012년 일회성으로 지급되었던 상여금이 지급되지 않고 비용 절감 노력을 함으로써 전년 대비 5% 감소할 것으로 추정하였음.

Figure 1 외환은행의 하나금융 잔여지분 주식교환 및 이전 일정

2013-01-28	하나금융-외환은행 주식교환 이사회 결의일
2013-01-28	주식의 포괄적 교환계약서 체결일
2013-01-28	기준일 및 주주명부 폐쇄 공고
2013-02-15	주주확정 기준일
2013-02-16	주주명부 폐쇄기간 시작일
2013-02-25	주주명부 폐쇄기간 종료일
	주식교환 반대이사 통지 접수 기간 (주식교환 승인을 위한 주주총회 전까지)
2013-02-28	주주총회 소집 통지 및 공고 예정일
2013-03-15	주식교환 승인을 위한 주주총회일
2013-03-15	주식매수청구권 행사기간 시작일
2013-03-25	주식매수청구권 행사기간 종료일
2013-03-29	외환은행 주권실효통지 및 공고 예정일
2013-04-03	외환은행 매매거래정지 예정일 (하나금융 교환신주 신규 상장시까지)
2013-04-05	하나금융-외환은행 주식교환일 (4.5 일 0 시)
2013-04-09	주식교환 등기 예정일
2013-04-25	하나금융 신주권교부 예정일
2013-04-25	주식매수대금 지급 기한
2013-04-26	하나금융 신주 상장 및 외환은행 상장폐지 예정일

자료: KRX, 외환은행, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 외환은행 - 실적 추정 변경

(십억원)	New			Old			Change (% , ppt)		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
순이자수익	2,482	2,505	2,695	2,488	2,533	2,703	(0.3)	(1.1)	(0.3)
순비이자수익	590	480	474	601	453	443	(1.9)	6.0	6.8
총순영업수익	3,071	2,985	3,168	3,089	2,985	3,146	(0.6)	(0.0)	0.7
판관비	1,534	1,460	1,507	1,527	1,447	1,492	0.4	0.9	1.0
총당금적립전영업이익	1,537	1,525	1,661	1,562	1,538	1,654	(1.6)	(0.9)	0.4
총당금전입액	636	595	596	605	539	553	5.1	10.4	7.8
영업이익	901	930	1,065	957	1,000	1,102	(5.8)	(7.0)	(3.3)
영업외수익	(6)	0	0	(6)	0	0	0.0	0.0	0.0
세전이익	895	930	1,066	951	1,000	1,102	(5.9)	(7.0)	(3.3)
당기순이익	646	706	808	688	759	836	(6.1)	(7.0)	(3.3)

자료: 외환은행, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 외환은행 - Target price valuation

Sustainable ROE	7.3%
Growth	3%
Cost of equity	11.1%
Cost of equity	11.1%
Rf	3.0%
Beta	1.3
Market premium	6.2%
Fair P/B (x)	0.5
2013 BVPS (KRW)	15,267
Target price (KRW)	8,000

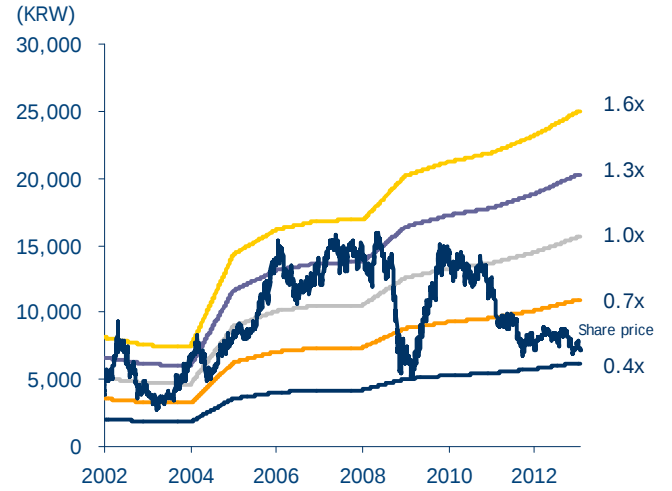
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 외환은행 – 12M Fwd & target P/BV



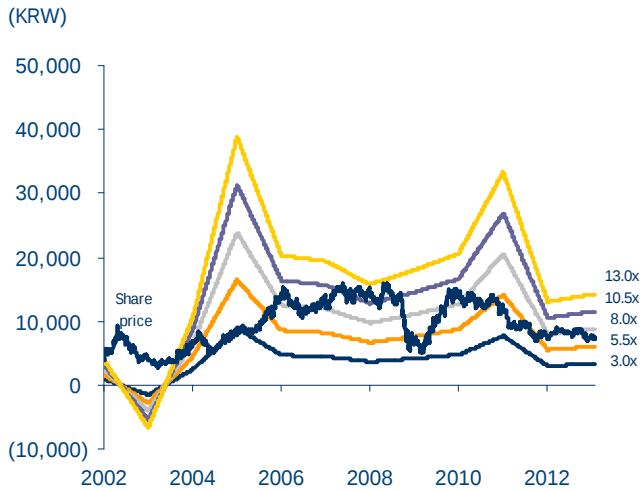
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 외환은행 – 12M Fwd P/BV



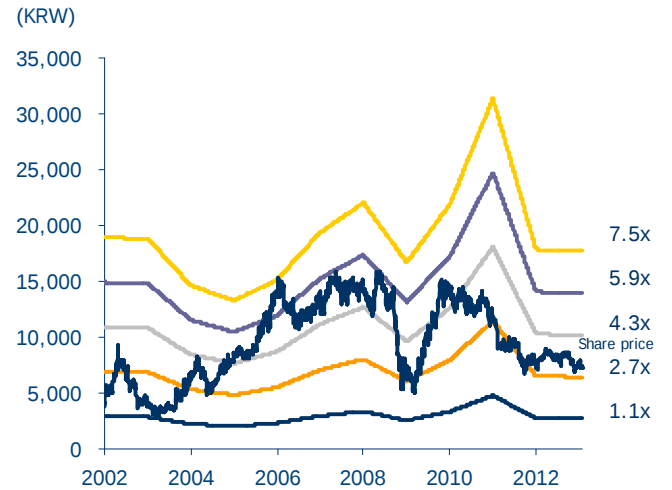
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 외환은행 – 12M Fwd P/E



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 외환은행 – 12M Fwd P/POP



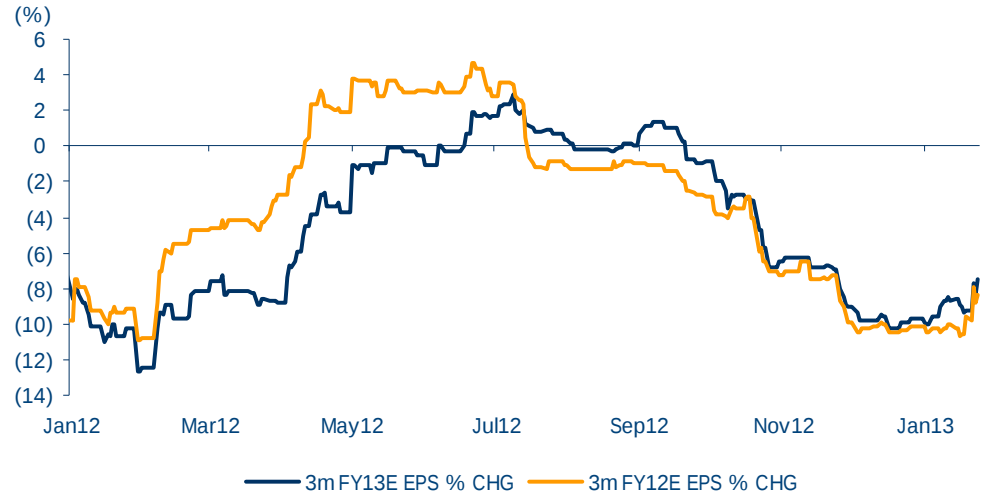
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 외환은행 – 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
순이자이익	626	638	617	601	599	616	638	652	2,550	2,482	2,505
비이자이익	319	93	87	90	119	120	120	121	1,643	590	480
일반관리비	379	339	395	421	385	335	339	401	1,491	1,534	1,460
충당금전입액	139	139	151	207	125	136	134	199	562	636	595
영업이익	427	252	158	64	207	264	285	173	2,141	901	930
순이익	314	158	125	49	157	201	216	132	1,655	646	706

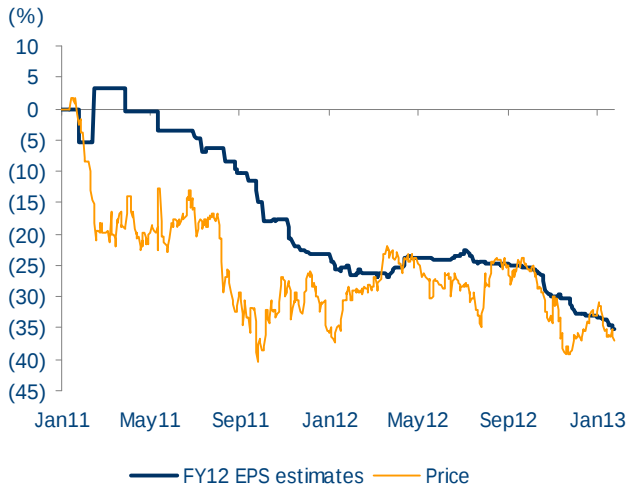
자료: 외환은행, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 외환은행 – Consensus EPS change momentum



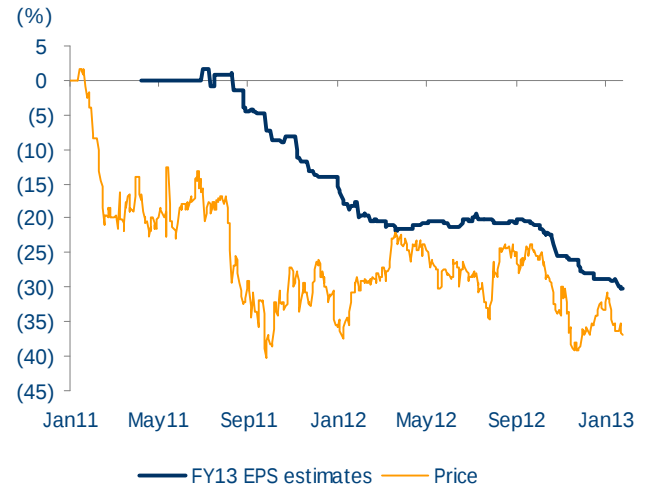
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 외환은행 – 2012E consensus EPS revision & share price



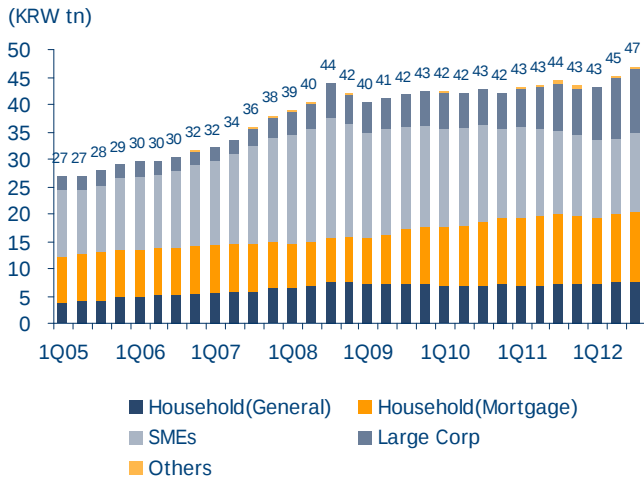
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 외환은행 – 2013E consensus EPS revision & share price



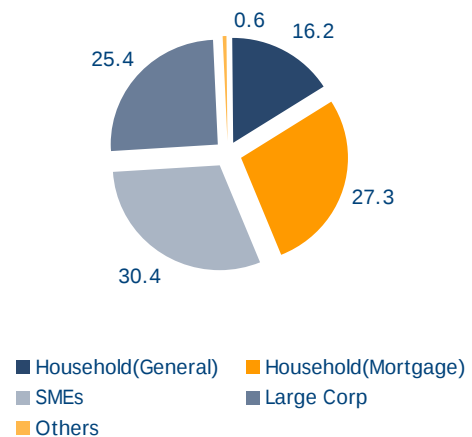
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 외환은행 – KRW loan trend



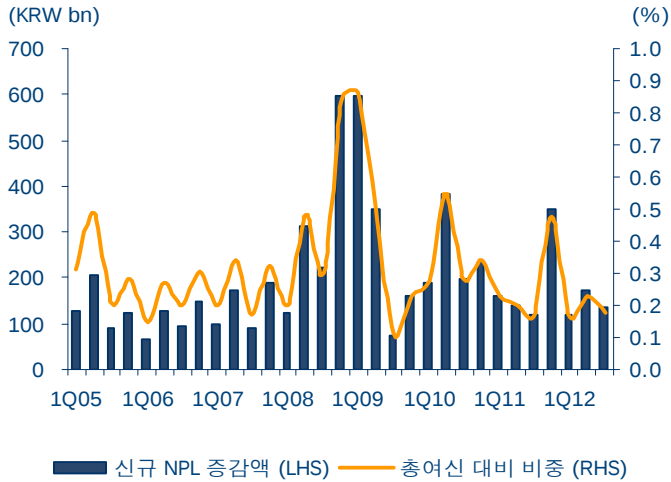
자료: 외환은행, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 외환은행 – KRW loan portfolio (3Q12)



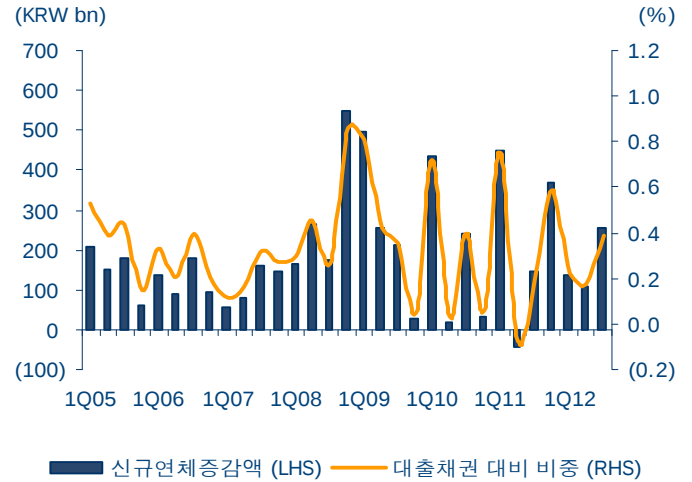
자료: 외환은행, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 외환은행 – 신규 NPL 증감액



자료: 외환은행, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 15 외환은행 – 신규 연체 증감액



자료: 외환은행, 미래에셋증권 리서치센터

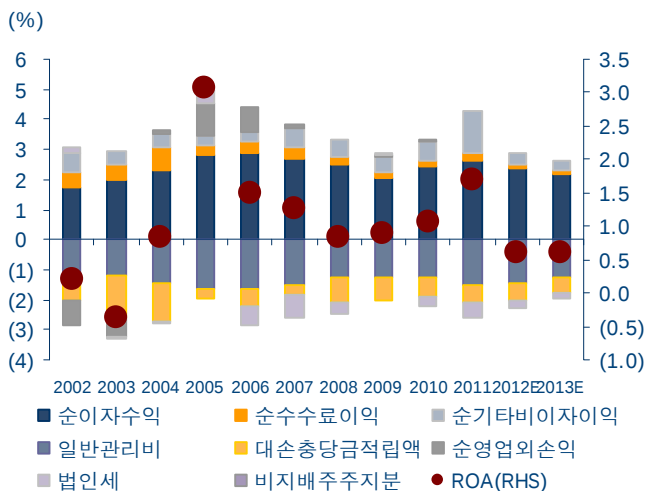
Figure 16 국내 은행 NPL 비율 (그룹 기준)

(%)	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
KB금융	0.82	1.45	1.44	1.51	1.25	1.40	2.07	2.38	1.88	1.95	1.94	2.00	1.56	1.81	1.77	1.88
신한지주	1.14	1.70	1.77	1.61	1.30	1.49	1.48	1.84	1.43	1.62	1.42	1.38	1.25	1.45	1.48	1.45
우리금융	1.24	1.75	1.89	1.99	1.69	1.98	2.97	3.74	3.33	3.64	2.75	2.54	1.96	2.15	2.05	2.07
하나금융	1.21	1.77	1.77	1.64	1.15	1.14	1.42	1.51	1.61	1.65	1.30	1.21	1.12	1.27	1.30	1.36
기업은행	1.43	1.55	1.46	1.47	1.20	1.52	1.71	1.85	1.83	1.89	1.76	1.76	1.48	1.57	1.48	1.61
외환은행	1.06	1.48	1.36	1.25	0.94	1.12	1.31	1.44	1.34	1.44	1.36	1.29	1.18	1.27	1.33	1.25
BS금융	1.31	1.78	1.58	1.39	1.09	1.30	1.24	1.13	1.07	1.20	1.05	1.38	0.97	1.53	1.76	1.48
DGB금융	1.31	1.79	1.66	1.49	1.40	1.48	2.10	1.86	1.43	1.50	1.55	1.40	1.14	1.38	1.37	1.32
평균	1.19	1.66	1.62	1.55	1.25	1.43	1.79	1.97	1.74	1.86	1.64	1.62	1.33	1.55	1.57	1.55

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

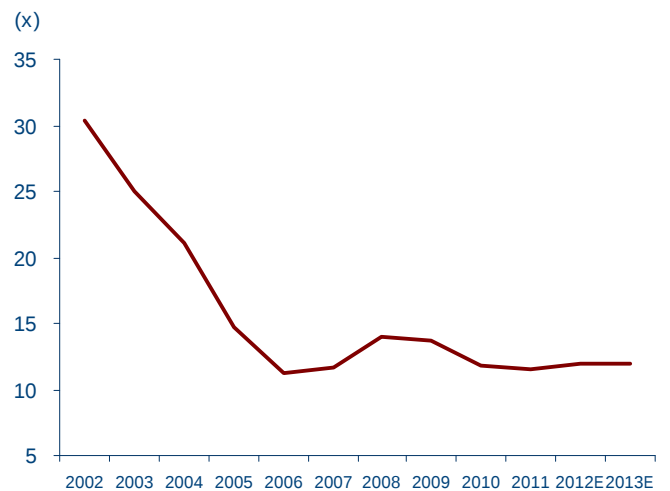
주: K-GAAP by 2010, K-IFRS from 2011, KBFG 3Q12: Mirae estimates

Figure 17 외환은행 – ROA breakdown



자료: 외환은행, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 18 외환은행 – Leverage



자료: 외환은행, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
이자수익	4,377	4,445	4,558	4,824
이자비용	1,827	1,964	2,053	2,130
순이자이익	2,550	2,482	2,505	2,695
수수료이익	247	190	168	182
순기타비이자이익	1,396	400	312	292
총영업이익	4,193	3,071	2,985	3,168
일반관리비	1,491	1,534	1,460	1,507
총당금적립전영업이익	2,702	1,537	1,525	1,661
총당금전입액	562	636	595	596
영업이익	2,141	901	930	1,065
영업외이익	18	(6)	0	0
세전이익	2,159	895	930	1,066
법인세비용	504	249	225	258
당기순이익	1,655	646	705	808
당기순이익 (지배주주지분)	1,655	646	706	808
당기순이익 (수정)	907	518	706	808
핵심이익	2,797	2,671	2,673	2,876
핵심 PPOP (핵심이익-SG&A)	1,307	1,137	1,213	1,369

자료: 외환은행, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
현금 및 예치금	8,398	9,387	9,885	10,409
금융자산	13,100	13,467	14,181	14,933
대출채권 및 수취채권	67,944	72,801	78,618	82,362
유형자산	1,384	1,357	1,342	1,326
기타자산	9,671	14,192	14,031	13,872
자산총계	100,497	111,204	118,057	122,903
예수부채	64,430	69,106	71,912	74,832
차입부채	9,330	9,223	9,446	9,675
사채	5,460	6,366	6,520	6,678
기타부채	12,641	17,367	20,332	21,127
부채총계	91,860	102,061	108,209	112,312
자본금	3,225	3,225	3,225	3,225
신종자본증권	250	250	250	250
자본잉여금	1	1	1	1
이익잉여금	4,804	5,436	6,141	6,884
자본조정	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	355	229	229	229
비지배지분	2	2	2	2
자본총계	8,637	9,143	9,848	10,591

자료: 외환은행, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

DuPont analysis (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
이자수익	4.46	4.20	3.98	4.00
이자비용	1.86	1.86	1.79	1.77
순이자수익	2.60	2.34	2.19	2.24
수수료이익	0.25	0.18	0.15	0.15
순기타비이자이익	1.42	0.38	0.27	0.24
총영업이익	4.27	2.90	2.60	2.63
일반관리비	1.52	1.45	1.27	1.25
총당금적립전이익	2.75	1.45	1.33	1.38
총당금전입액	0.57	0.60	0.52	0.49
순영업외손익	0.02	(0.01)	0.00	0.00
세전이익	2.20	0.85	0.81	0.88
법인세비용	0.51	0.24	0.20	0.21
비지배지분순이익	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA	1.69	0.61	0.62	0.67
레버리지 (x)	11.55	11.91	12.08	11.79
ROE	19.46	7.27	7.43	7.91
자산건전성 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
고정비하여신비율	1.18	1.09	1.01	0.99
요주의이하여신비율	2.48	2.53	2.38	2.34
총당금커버리지비율	145.10	139.55	142.55	146.55
총당금비율 (총여신대비)	1.72	1.52	1.43	1.45
총당금 전입액 (대출자산대비)	0.85	0.81	0.76	0.72
총당금 전입액 (총여신대비)	0.79	0.76	0.71	0.68
Per share items (원)	2011A	2012E	2013E	2014E
EPS (reported)	2,566	1,002	1,094	1,253
EPS (normalized)	1,407	802	1,094	1,253
BVPS	13,388	14,173	15,267	16,419
DPS (common share)	1,510		100	100
PPOP / share	4,190	2,384	2,364	2,576

자료: 외환은행, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Key ratios (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
성장성 (YoY)				
원화대출금 성장률 (은행)	2.8	9.2	8.1	4.9
대출 성장률	8.8	7.1	8.0	4.8
예금 성장률	6.1	7.3	4.1	4.1
자본 성장률	3.1	5.9	7.7	7.5
총자산 성장률	4.8	10.7	6.2	4.1
순이자수익 성장률	10.1	(2.7)	0.9	7.6
수수료이익 성장률	27.8	(23.4)	(11.3)	8.0
총당금적립전영업이익 성장률	43.5	(43.1)	(0.8)	9.0
영업이익 성장률	64.5	(57.9)	3.2	14.6
당기순이익 성장률	62.0	(61.0)	9.2	14.6
수익성				
예대금리차 (은행)	2.4	2.2	2.0	2.0
순이자마진 (은행)	2.6	2.4	2.2	2.2
PPOP margin	2.8	1.5	1.3	1.4
ROA	1.7	0.6	0.6	0.7
ROE	19.5	7.3	7.4	7.9
유동성				
원화 예대율 (CD 등 제외) (은행)	96.2	96.7	96.7	96.7
총자산대비 대출채권	67.6	65.5	66.6	67.0
자산건전성				
BIS 자기자본비율	14.5	14.7	14.7	15.0
기본자본비율 (Tier 1 자본비율)	14.5	14.7	14.7	15.0
보완자본비율 (Tier 2 자본비율)	14.5	14.7	14.7	15.0
영업효율성				
비용-수익 비율	35.5	49.9	48.9	47.6
비용-자산 비율	1.5	1.4	1.2	1.2
배당				
배당성향	58.9	0.0	9.1	8.0

자료: 외환은행, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

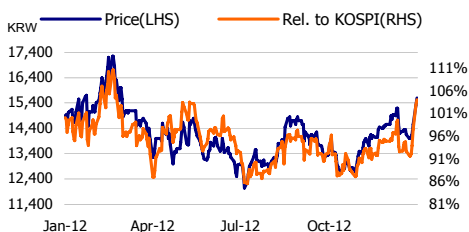
Earnings preview

Korea / Banks	
30 January 2013	BUY
목표주가	18,000 원
현재주가 (29 Jan 13)	15,600 원
Upside/downside (%)	15.4
KOSPI	1955.96
시가총액 (십억원)	2,091
52 주 최저/최고	12,050 - 17,400
일평균거래대금 (십억원)	3.1
외국인 지분율 (%)	74.8

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14
순이자이익(십억원)	948.2	922.9	956.2	1,024.9
순비이자이익(십억원)	73.9	62.9	88.8	87.1
영업이익(십억원)	427.4	363.2	375.5	410.0
당기순이익(십억원)	317.8	274.2	284.6	310.8
수정당기순이익(십억원)	317.8	276.6	284.6	310.8
EPS(십억원)	2,392.3	2,063.5	2,123.0	2,318.4
EPS growth (%)	39.0	(13.7)	2.9	9.2
P/E (x)	5.39	7.05	7.35	6.73
P/POP (x)	3.09	3.92	3.89	3.59
P/B (x)	0.75	0.77	0.75	0.69
ROE (%)	14.8	11.5	10.7	10.7
배당수익률 (%)	2.5	2.5	2.8	3.2

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	7.2	16.9	6.1
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	9.3	13.5	6.6

강혜승, Analyst

3774-1903 heather.kang@miraesec.com

차인환

3774-3935 inhwan.cha@miraesec.com

DGB 금융지주 (139130 KS)

부진한 4Q12 실적은 매수 기회

DGB 금융지주(DGB 금융)의 주가는 최근 2개월간 17.3% 상승하며, 동기간 1.1% 상승한 KOSPI를 아웃퍼폼. 2월 6일 발표 예정인 2012년 4분기 순이익은 389 억원으로 블룸버그 컨센서스 464 억원을 하회할 전망. DGB 금융의 상대적으로 높은 대출자산 성장성, 양호한 자산건전성과 자본적정성(자본비율) 등의 견조한 펀더멘털 감안할 때, 중장기 투자 관점에서 매력적인 은행주라고 판단하며 꾸준한 주가 상승을 전망함. 최근 주가 상승과 부진한 4분기 실적에 의해 주가 조정 받는다면, 매수기회로 활용할 것을 권고함. 투자의견 BUY 및 목표주가 18,000 원 유지.

4Q12 preview – 순이익 389 억원(-16% YoY, -51% QoQ) 추정

DGB 금융의 2012년 4분기 순이익은 389 억원으로 블룸버그 컨센서스 464 억원을 하회할 전망. 보유중인 투자유가증권에 대한 감액손실이 약 150 억원 반영되면서 시장 기대보다 적은 비이자 이익을 기록한 것이 주요 원인인 것으로 판단됨. NIM은 전분기 대비 5bps 축소된 2.65%를 기록, 대출자산은 전분기 대비 1.3% 성장한 것으로 추정됨. 최근 4개 분기 동안 가파르게 하락한 NIM으로 인해 순이자이익은 전년동기 대비 7% 감소할 것으로 보이나, 대출자산 성장으로 인하여 전분기 대비로 1% 증가하여 2,300 억원을 기록할 전망. 핵심이익(순이자이익+순수수료이익)은 전년동기 대비 6% 감소하나 전분기 대비 1% 증가한 2,490 억원으로 추정함.

2013년 순이익 2,850 억원 예상

DGB 금융의 2013년 순이익은 2,850 억원으로 2012년 예상 순이익 2,770 억원 대비 3% 증가할 전망이다. 은행의 NIM은 2.62%로 커버리지 은행 중 가장 높은 NIM을 기록하겠으나, 2012년에는 2011년 대비 NIM 하락폭이 기업은행 (024110, HOLD, 목표주가 12,500 원, 현재주가 12,150 원) 다음으로 클 것(34bps)으로 전망되는데 이어, 2013년에도 전년 대비 16bps 추가 하락할 것으로 보임. 대출 자산은 2012년 대비 7.5% 성장할 것으로 예상함. 총여신 대비 credit cost는 63bps로 2012년 예상 73bps 대비 하락할 것으로 전망함. 일반관리비는 2012년 예상과 비교해 4% 상승하는 것으로 가정하였음.

큰 폭의 하락 시현 중인 NIM, 2013년 2분기 이후 NIM 안정화 전망

2012년 은행 NIM의 하락은 1) 우량 고객 중심의 대출 자산 성장 경쟁에 따른 대출 금리 하락, 2) 금융 소비자 보호, 가계부채 부담 완화 등의 사회적 요구 및 규제 변화에 따른 가산 금리 하락, 3) 기준금리 인하보다 가파른 시장금리 하락 등에 기인한 업종 전반적인 추세이나, DGB 금융의 NIM 하락폭이 업종 평균 대비 컸음. 이는 1) DGB 금융의 부의(-) 듀레이션갭이 가장 커서, 기준금리 인하로 인해 부정적인 영향을 가장 많이 받고, 2) 저원가성예금 비중이 가장 높아 기준금리 인하로 인한 조달 금리 하락 폭이 작으며, 3) 유가증권 비중이 높는데, 유가증권 이자 수익률이 하락하는데 따른 것으로 보임. 당사는 2013년 2분기 이후 은행 NIM이 안정화될 것으로 예상하는데, 은행들이 최근 가파르고 지속적인 NIM 하락을 경험하여 2013년에는 대출자산 성장보다는 마진 관리에 초점을 두고 경영할 것으로 보며, 공정거래위원회의 금융권 CD 금리 담합 의혹 제기 이후, 기준금리 인하 대비 가파르게 하락했던 시장금리 하락 반영은 이미 마무리된 것으로 보기 때문임. NIM 안정화는 은행 수익뿐 아니라 은행주 투자 심리 또한 개선시킬 전망이며, 상대적으로 NIM 하락폭 컸던 DGB 금융 투자 심리 개선에 크게 도움이 될 전망이다.

Figure 1 DGB 금융 – 실적 추정 변경

(십억원)	New			Old			Change (%, ppt)		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
순이자수익	923	956	1,025	923	950	1,011	0.0	0.7	1.4
순비이자수익	63	89	87	69	88	97	(8.1)	1.3	(9.8)
총순영업수익	986	1,045	1,112	991	1,037	1,108	(0.5)	0.7	0.4
판관비	488	507	530	473	492	514	3.1	3.1	3.1
총당금적립전영업이익	498	538	582	518	546	593	(3.9)	(1.4)	(1.9)
총당금전입액	135	162	172	135	162	170	0.0	0.4	0.8
영업이익	363	375	410	383	384	423	(5.2)	(2.2)	(3.1)
영업외수익	0	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.	n.a.
법인세차감전순이익	363	375	410	383	384	423	(5.2)	(2.2)	(3.1)
당기순이익	277	285	311	292	291	321	(5.2)	(2.2)	(3.1)

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Figure 2 DGB 금융 – 분기/연간 수익 추정

(단위:십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012E	2013E
순이자이익	233	232	227	230	232	236	242	246	948	923	956
비이자이익	31	1	17	14	22	22	22	22	74	63	89
일반관리비	110	110	118	150	114	115	122	156	467	488	507
총당금전입액	43	27	22	44	35	38	37	52	128	135	162
영업이익	111	96	105	51	104	106	104	61	427	363	375
순이익	87	72	79	39	79	80	79	46	318	277	285

자료: BS 금융, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Figure 3 DGB 금융 – 목표주가 valuation

Sustainable ROE	10.0%
Growth	3.0%
Cost of equity	11.1%
Cost of equity	11.1%
Rf	3.0%
Beta	1.3
Mkt Premium	6.2%
Fair P/B (x)	0.9
2013E BVPS (KRW)	20,664
Target price (KRW)	18,000

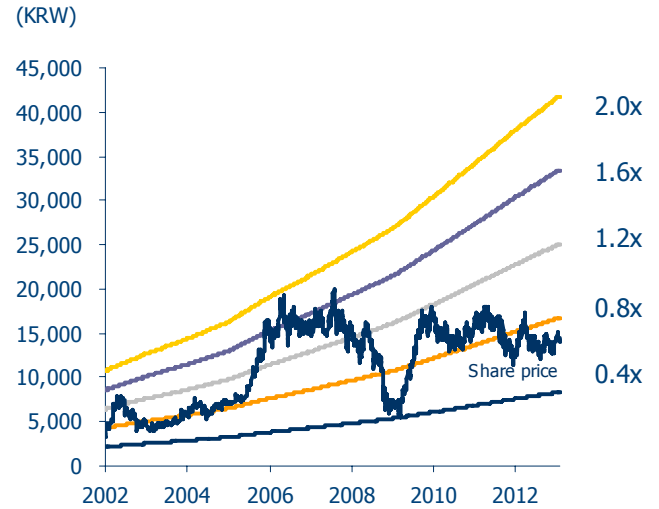
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 DGB 금융 – 12M fwd & target P/BV



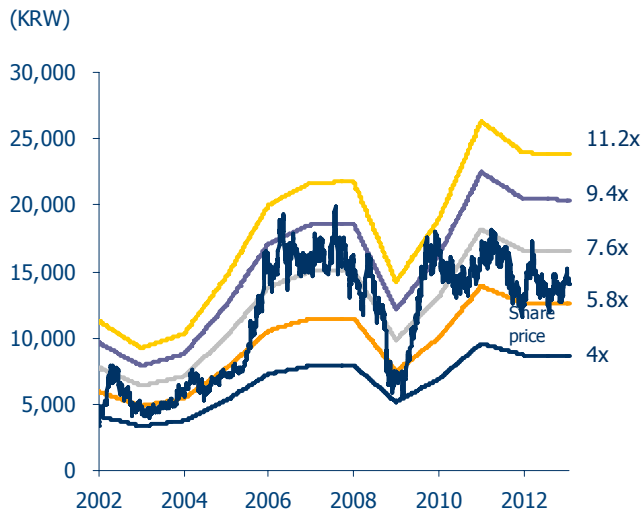
자료: DGB 금융, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 DGB 금융 – 12M fwd P/BV



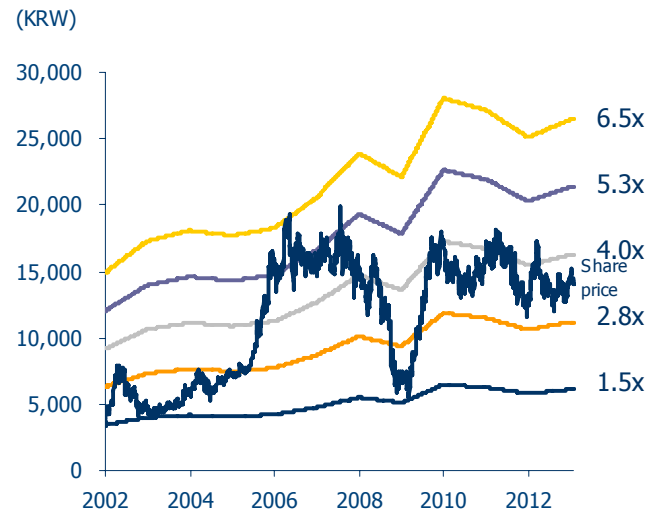
자료: DGB 금융, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 DGB 금융 – 12M fwd P/E



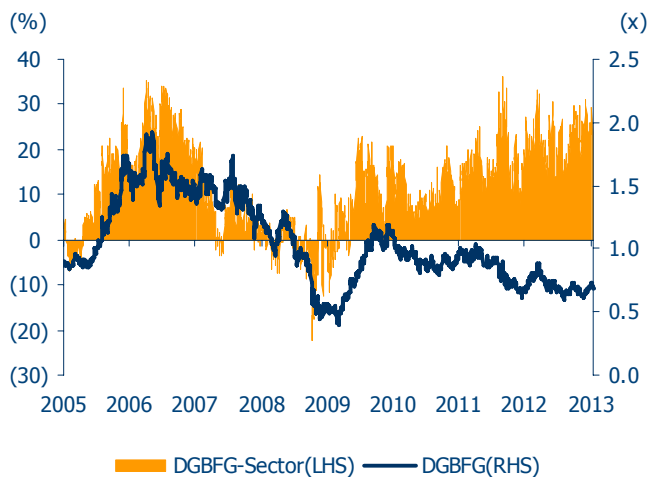
자료: DGB 금융, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 DGB 금융 – 12M fwd P/POP



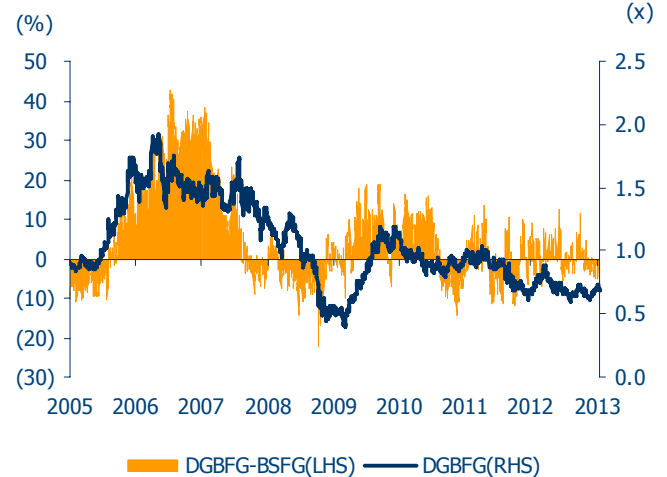
자료: DGB 금융, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 DGB 금융 – 은행업종 대비 12M fwd P/BV



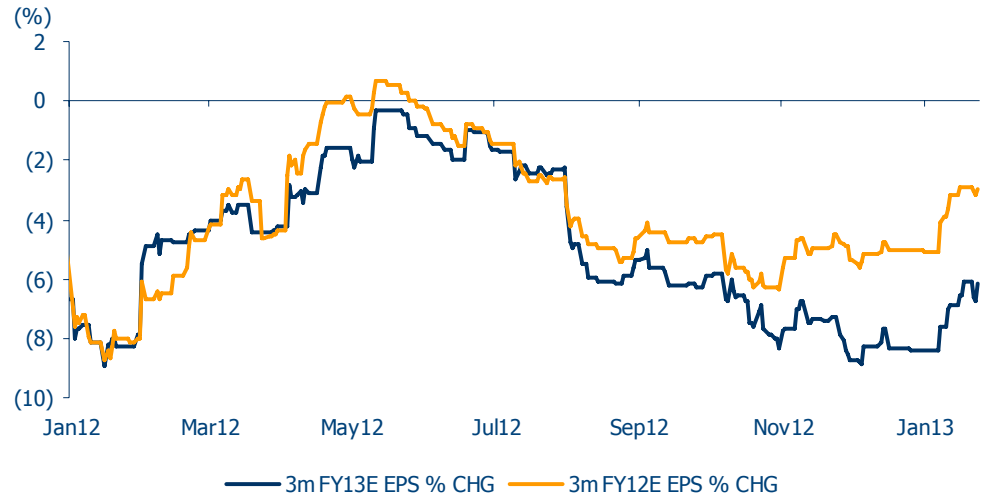
자료: 각 사, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 DGB 금융 – BS 금융 대비 12M fwd P/BV



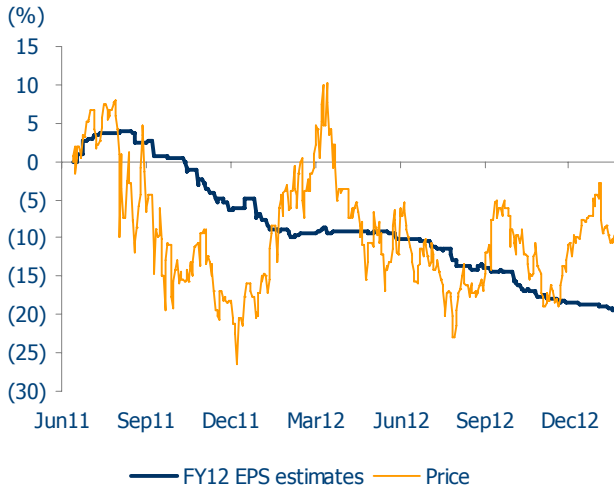
자료: DGB 금융, BS 금융, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 DGB 금융 – Consensus EPS change momentum



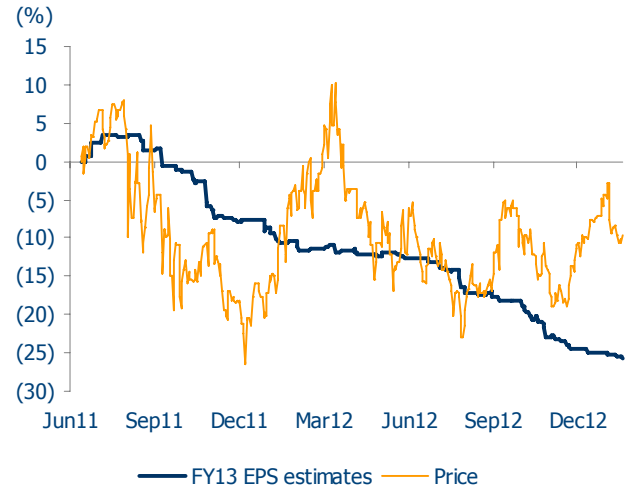
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 DGB 금융 – 2012E consensus EPS revision & share price



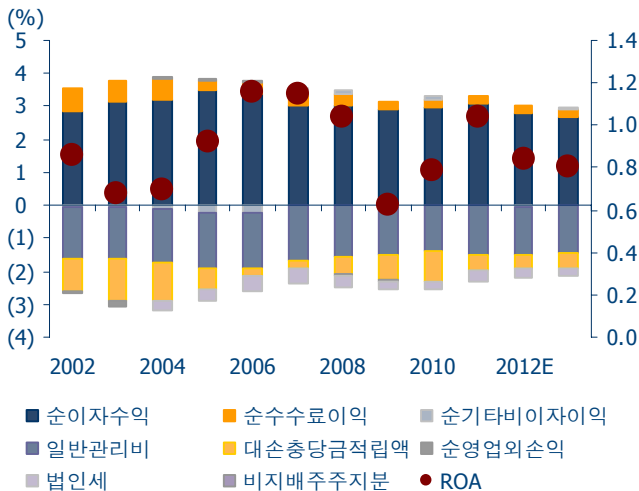
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 DGB 금융 – 2013E consensus EPS revision & share price



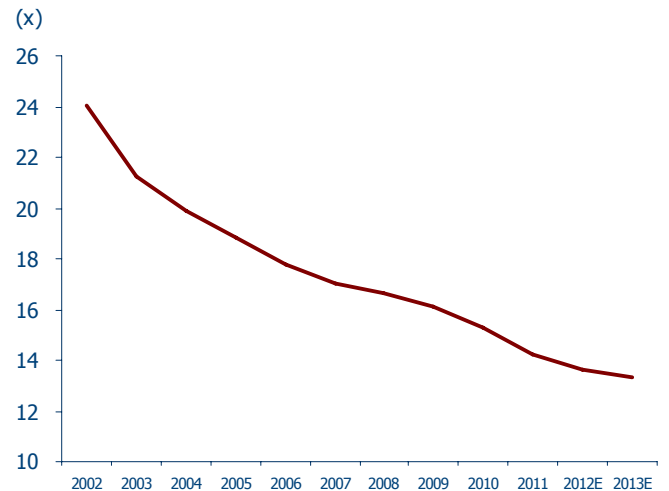
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 DGB 금융 – ROA breakdown



자료: DGB 금융, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 DGB 금융 – Leverage



자료: DGB 금융, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
이자수익	1,674	1,714	1,790	1,896
이자비용	725	791	834	871
순이자이익	948	923	956	1,025
순수수료이익	75	74	78	79
순기타비이자이익	(1)	(11)	11	8
총운영업이익	1,022	986	1,045	1,112
일반관리비	467	488	507	530
총당금적립전영업이익	555	498	538	582
총당금전입액	128	135	162	172
영업이익	427	363	375	410
운영업외이익	0	0	0	0
세전이익	427	363	375	410
법인세비용	109	89	91	99
당기순이익	318	274	285	311
당기순이익 (지배주주지분)	318	274	285	311
당기순이익 (수정)	318	277	285	311
핵심이익	1,023	997	1,034	1,104
핵심 PPOP (핵심이익-SG&A)	556	509	527	574

자료: DGB 금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
현금 및 예치금	1,428	1,365	1,404	1,444
금융자산	6,081	6,679	6,868	7,063
대출채권 및 수취채권	23,279	25,707	27,675	29,418
유형자산	387	399	402	405
기타자산	119	142	143	144
자산총계	31,294	34,292	36,492	38,474
예수부채	21,943	23,685	25,014	26,340
차입부채	3,329	3,558	3,637	3,711
사채	2,207	2,235	2,285	2,331
기타부채	1,524	2,281	2,786	3,065
부채총계	29,003	31,760	33,722	35,446
자본금	670	670	670	670
신종자본증권	0	0	0	0
자본잉여금	1,424	1,424	1,424	1,424
이익잉여금	175	404	642	899
자본조정	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	23	34	34	34
비지배지분	0	0	0	0
자본총계	2,291	2,532	2,770	3,027

자료: DGB 금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

DuPont analysis (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
이자수익	5.45	5.23	5.06	5.06
이자비용	2.36	2.41	2.36	2.32
순이자수익	3.09	2.81	2.70	2.73
순수수료이익	0.24	0.23	0.22	0.21
순기타비이자이익	0.00	(0.03)	0.03	0.02
총영업이익	3.33	3.01	2.95	2.97
일반관리비	1.52	1.49	1.43	1.41
총당금적립전이익	1.81	1.52	1.52	1.55
총당금전입액	0.42	0.41	0.46	0.46
운영업외손익	0.00	0.00	0.00	0.00
세전이익	1.39	1.11	1.06	1.09
법인세비용	0.36	0.27	0.26	0.26
비지배지분순이익	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA	1.04	0.84	0.80	0.83
레버리지 (x)	14.26	13.60	13.35	12.93
ROE	14.77	11.47	10.73	10.72
자산건전성 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
고정비하여신비율	1.14	1.10	1.04	1.04
요주의비하여신비율	3.16	2.20	2.12	2.12
총당금커버리지비율	154.70	136.20	120.11	120.10
총당금비율 (총여신대비)	1.76	1.49	1.24	1.24
총당금 전입액 (대출자산대비)	0.62	0.56	0.59	0.58
총당금 전입액 (총여신대비)	0.65	0.61	0.63	0.63
Per share items (원)	2011A	2012E	2013E	2014E
EPS (reported)	2,392	2,063	2,123	2,318
EPS (normalized)	2,392	2,063	2,123	2,318
BVPS	17,093	18,890	20,664	22,582
DPS (common share)	350	350	400	450
PPOP / share	4,179	3,716	4,012	4,341

자료: DGB 금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Key ratios (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
성장성 (YoY)				
원화대출금 성장률 (은행)	11.0	8.4	7.5	6.2
대출 성장률	19.5	10.4	7.7	6.3
예금 성장률	14.9	7.9	5.6	5.3
자본 성장률	13.8	10.5	9.4	9.3
총자산 성장률	4.0	9.6	6.4	5.4
순이자수익 성장률	9.4	(2.7)	3.6	7.2
순수수료이익 성장률	20.9	(0.9)	5.2	2.0
총당금적립전영업이익 성장률	(2.6)	(10.3)	8.0	8.2
영업이익 성장률	42.6	(15.0)	3.4	9.2
당기순이익 성장률	39.7	(13.0)	2.9	9.2
수익성				
예대금리차 (은행)	3.8	3.3	3.2	3.2
순이자마진 (은행)	3.1	2.8	2.6	2.6
PPOP margin	1.8	1.5	1.5	1.6
ROA	1.0	0.8	0.8	0.8
ROE	14.8	11.5	10.7	10.7
유동성				
원화 예대율 (CD 등 제외) (은행)	96.6	95.6	94.6	94.6
총자산대비 대출채권	74.4	75.0	75.8	76.5
자산건전성				
BIS 자기자본비율	15.3	15.1	15.3	15.6
기본자본비율 (Tier 1 자본비율)	11.7	11.5	11.8	12.2
보완자본비율 (Tier 2 자본비율)	3.6	3.6	3.5	3.4
영업효율성				
비용-수익 비율	45.7	49.5	48.5	47.7
비용-자산 비율	1.5	1.4	1.4	1.4
배당				
배당성향	14.8	17.1	18.8	19.4

자료: DGB 금융지주, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자 의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10%이내
 Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10%초과
 단, 업종 투자 의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자 의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
 Underweight : 현 업종지수 대비 -10%초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.

작 성 자 : 강혜승, 차인환

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수 수량	취득가	취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.									

Target Price and Recommendation Chart



