



주요시장의 달인 **성병수**입니다.

(02)3770-3477

byungsoo.sung@tongyang.co.kr

동양증권

하나금융지주 (086790)

외환은행 완전 자회사 결정



Why This Report

하나금융지주가 드디어 외환은행 완전자회사 편입을 위한 주식교환을 결정했습니다. 최근 하나금융 주가상승에 반해 외환은행 주가는 정체되면서 주식교환비율이 유리해졌기 때문에 판단됩니다. 투자자 입장에서는 유리한 교환비율에 의사결정이 이루어졌고, 주식교환이 무난히 성공하면 시너지효과도 앞당겨질 수 있겠죠. 주식매수청구권 등 주식교환 조건과 일정, 재무비율 변화에 대해 알아보겠습니다.

투자의견: BUY (M)
목표주가: 50,000원 (U)

은행

주가	40,500원
자본금	12,152억원
시가총액	98,435억원
주당순자산	53,798원
부채비율	28.05%
총발행주식수	243,049,763주
60일 평균 거래대금	385억원
60일 평균 거래량	1,107,218주
52주 고	44,900원
52주 저	30,350원
외인지분율	66.97%
주요주주	국민연금공단 9.35%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	16.7	33.0	1.4
상대	(2.9)	2.6	(1.3)
절대(달러환산)	14.3	33.4	4.1



자료: Datastream

Investment Point

하나금융, 주식교환을 통한 외환은행의 완전자회사化 결정

- ▶ 외환은행의 잔여지분 40%에 대한 주식교환 통해 100% 자회사로 편입하기로 결정. 주식교환이 무난히 마무리될 경우 추가적인 시너지효과 창출 기대
- ▶ 주총 의결, 주식매수청구권 행사, 금융당국의 편입 승인 등 몇 가지 변수 남아있으나 장기적 시너지 효과와 재무지표 개선 등 편입으로 기대되는 긍정적인 효과 고려하면 큰 돌발변수 없을 것으로 예상

주식교환 이후 이익규모와 재무비율 변화

- ▶ 주식교환 완료(4월) 이후 외환은행 순이익의 40%가 추가 인식되어 하나금융의 연결 순이익 증가할 전망. 증가된 주식 수를 고려한 EPS 상승효과는 4.5% 내외로 추정. 하나금융의 지배주주지분 증가로 BPS 4~5% 증가 예상되어 ROE는 큰 변동 없을 전망
- ▶ 재무지표의 개선폭은 그리 크지 않으나 완전자회사 편입의 목적이 경영효율성 제고, 그룹 일체성 강화와 추가시너지 조기실현 등 임을 고려하면 시너지효과가 실적에 반영되는 속도가 빨라질 것으로 예상

투자의견 BUY 유지, 목표주가 50,000원으로 상향조정

- 주식교환 이후 EPS와 BPS 개선효과, 100% 자회사 편입으로 인한 추가 시너지효과 고려
- 장기적 시너지효과에 대한 기대감과 저평가 매력 여전하므로 지속적인 상승세 예상

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
총전영업이익	2,039	2,285	3,657	3,051	3,373
영업이익	1,281	1,732	2,424	1,905	2,206
증가율	232.5	35.3	39.9	-21.4	15.8
세전이익	1,371	1,716	2,444	1,955	2,256
순이익	1,011	1,222	1,956	1,345	1,620
EPS	4,771	5,139	8,046	4,834	5,588
EPS 성장률(%)	230.0	12.6	36.5	-36.8	20.5
PER	9.1	6.9	4.3	8.4	7.2
BPS	50,389	57,935	68,065	72,003	76,791
PBR	0.9	0.6	0.5	0.6	0.5
ROE(%)	9.1	9.1	11.6	6.6	7.5

자료: 동양증권

주식교환을 통한 외환은행의 완전 자회사화 결정

하나금융이 외환은행의 잔여지분 40%에 대한 주식교환을 통하여 외환은행을 완전자회사로 편입하기로 결정하였다. 이로써 외환은행 인수 결정 이후 가장 중요한 의사결정을 하였으며 주식교환이 무난히 마무리될 경우 추가적인 시너지효과를 기대할 수 있을 것으로 판단된다. 다만 주식교환이 마무리되기 위하여 주주총회 의결, 주식매수청구권 행사 규모, 금융당국의 완전자회사 편입 등 몇 가지 변수가 남아 있다. 그러나 외환은행 인수 이후 잔여지분 인수를 통한 완전자회사 편입이 장기적인 시너지 측면이나 재무지표 개선에 긍정적이기 때문에 큰 돌발변수는 없을 것으로 예상된다.

주식매수 청구가격이 결정된 이후 주가가 상승세를 지속할 경우 주식매수청구권 행사 규모는 미미할 것으로 예상된다. 그 동안 시장은 외환은행 잔여지분에 대한 인수시기에 대하여 높은 관심을 가져 왔으며 잔여지분 인수를 통한 완전자회사 편입을 긍정적으로 평가해 왔다. 따라서 추가적인 상승 가능성이 높은 상황이며 행사기간에 주가가 주식매수청구가격보다 높게 형성되어 있을 경우 행사규모는 미미할 것으로 판단된다.

표 1. 주식교환 비율 등 주요 내용

(단위: 원, 주)

교환/이전 비율(외환은행 주식 1주당 하나금융지주 주식 지급비율 = 38,695원 : 7,330원)	1 : 0.1894302
주식교환 대상 외환은행 주식수	257,954,107
배정할 하나금융지주 주식수(자기주식 2,020,000주 포함)	48,864,299
하나금융지주 신주 발행수	46,844,299
하나금융지주 주식매수청구가격	37,581
외환은행 주식매수청구가격	7,383

주식교환/이전 무산 요건

1. 주주총회에서 주식교환 승인 안건이 부결될 경우
2. 하나금융지주나 외환은행 주식매수청구권 행사규모가 1조원을 초과하는 경우
3. 금융당국의 완전자회사 편입 승인이 나지 않을 경우

자료: 하나금융지주, 동양증권 리서치센터

표 2. 주식교환 주요일정

구분	일정
이사회 결의일	2013.01.28
주주확정 기준일	2013.02.15(24시)
주식교환 반대 의사 통지 접수기간	~주주총회 전까지
주주총회 예정일자	2013.03.15
서면으로 주식매수청구권 행사	주총결의일부터 10일 이내
외환은행 매매거래정지 예정일	2013.04.03
교환/이전일자	2013.04.05
신주 상장 예정일(=외환은행 상장폐지일)	2013.04.26

자료: 하나금융지주, 동양증권 리서치센터

주식교환 이후 이익 규모와 재무비율 변화

주식교환이 완료되는 4월 이후 외환은행 순이익의 40%가 추가로 인식되어 하나금융의 연결순이익이 증가할 전망이다. 연결순이익이 증가하는 만큼 주식수도 증가하기 때문에 EPS 증가 효과는 4.5% 내외로 추정된다. 하나금융의 지배주주지분이 증가하여 BPS가 4~5% 증가할 것으로 예상되고 ROE는 큰 변동이 없을 것으로 예상된다. 결론적으로 재무지표의 개선폭은 그리 크지 않은 것처럼 보인다. 그러나 회사가 밝히고 있는 것처럼 100% 완전자회사 편입의 목적은 경영효율성 제고, 그룹 일체성 강화와 추가시너지 조기 실현 등이다. 시너지효과가 실적에 반영되는 데는 다소 시간이 필요하겠지만 그 속도는 빨라질 것으로 예상된다.

표 3. 주식교환 이후 투자지표 변화

(단위: 백만원)

2012년 9월말 기준	주식교환 전	외환은행 40%에 대한 비지배지분	
		4.3조원 가정	3.조원 가정
하나금융 지배주주지분	16,108,122	20,408,122	19,708,122
주식수 (주)	243,049,763	289,894,062	289,894,062
BPS (원)	66,275	70,399	67,984
ROE (%)	8.1	7.9	8.2
지배주주순이익	1,300,000	1,620,000	1,620,000
EPS (원)	5,349	5,588	5,588

자료: 하나금융지주, 동양증권 리서치센터

추가 상승 모멘텀 강화, 목표주가 상향 조정

하나금융지주에 대한 투자의견은 BUY를 유지하고 목표주가를 43,000원에서 50,000원으로 상향 조정한다. 목표주가 상향조정의 근거는 주식교환 이후 EPS와 BPS 개선효과, 100% 자회사 편입 이후 추가적인 시너지효과가 기대되기 때문이다. 주식교환비율에 따른 재무지표 개선 효과는 주가에 반영된 것으로 판단되지만 장기적인 시너지효과에 대한 기대감이 커질 것으로 예상되고, 저평가 매력은 여전하기 때문에 지속적인 상승 추세가 예상된다.

하나금융지주 (086790) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

재무상태표					
(단위: 십억원)					
결산(12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
현금과예치금	8,687	11,053	17,521	18,103	18,705
유가증권	28,255	27,289	43,738	45,805	47,971
단기매매증권	6,522	7,876	10,472	10,976	11,505
투자유가증권	21,733	19,413	33,266	34,829	36,466
대출채권(net)	110,674	128,900	199,795	209,785	222,372
유형자산	1,295	1,828	3,144	3,238	3,335
기타자산	9,440	8,877	30,180	33,199	36,518
자산총계	158,351	177,947	294,379	310,129	328,901
예수부채	96,397	104,552	177,738	188,403	199,707
차입부채	36,837	43,923	57,745	61,210	64,883
차입금	15,818	15,442	24,707	26,190	27,761
사채	21,019	28,481	33,038	35,021	37,122
기타부채	13,919	14,933	38,387	38,827	41,194
부채총계	147,154	163,408	273,871	288,440	305,784
자본금	1,059	1,215	1,449	1,449	1,449
보통주	1,059	1,215	1,449	1,449	1,449
우선주	0	0	0	0	0
자본잉여금	5,513	6,669	10,247	10,247	10,247
자본조정	-74	-71	0	0	0
기타포괄손익누계액	520	291	277	277	277
이익잉여금	3,656	5,677	7,459	8,600	9,988
소수주주지분	696	740	777	816	856
자본총계	11,371	14,821	20,508	21,689	23,118
*지배회사지분	10,675	14,081	19,732	20,873	22,261

Growth (%)					
결산(12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업수익증가율	-21.7	-11.7	-11.9	-19.4	6.2
순이자이익증가율	27.7	-1.9	45.0	5.4	7.3
수수료이익증가율	-5.6	98.9	59.5	6.0	6.8
핵심이익증가율	22.1	11.3	48.4	5.5	7.2
총영업이익증가율	37.9	14.7	66.2	-6.3	6.9
판매비증가율	7.2	17.6	73.0	4.0	4.0
총전영업이익증가율	84.3	12.1	60.0	-16.6	10.5
대손상각비증가율	5.1	-27.1	123.1	-7.0	1.7
영업이익증가율	232.5	35.3	39.9	-21.4	15.8
세전이익증가율	269.2	25.2	42.4	-20.0	15.4
순이익 증가율	230.0	20.9	60.0	-31.2	20.5
EPS 증가율	230.0	12.6	36.5	-36.8	20.5
총자산증가율	5.3	12.4	65.4	5.4	6.1
이자부자산증가율	7.4	12.8	55.9	4.9	5.7
대출채권증가율	7.1	15.6	54.6	5.0	6.0
이자부채증가율	7.0	11.4	58.6	6.0	6.0
예수부채증가율	4.1	8.5	70.0	6.0	6.0
자기자본증가율	15.0	30.3	38.4	5.8	6.6

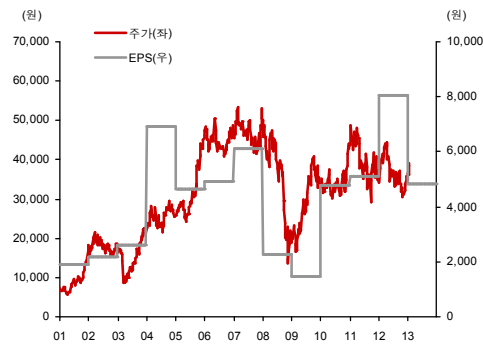
Asset Quality (%)					
결산(12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
요주의이하여신비율	3.0	2.4	2.2	2.1	2.1
고정이하여신비율	1.5	1.0	1.2	1.3	1.2
총당금/고정이하여신	106.2	153.7	147.5	150.5	152.6
단순자기자본비율	7.2	8.3	8.0	8.3	0.0
BIS 자기자본비율	12.4	13.2	12.9	13.4	13.5
Tier I	9.2	9.4	8.9	9.2	9.5
Tier II	3.2	3.8	4.0	4.2	4.0

손익계산서					
(단위: 십억원)					
결산(12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업수익	24,534	21,663	19,089	15,376	16,336
영업비용(대손제외)	22,495	19,378	15,432	12,325	12,964
이자수익	7,545	7,856	11,517	11,829	12,628
이자비용	4,278	4,650	6,868	6,931	7,373
순이자이익	3,268	3,206	4,649	4,898	5,256
수수료수익	880	1,407	2,364	2,506	2,656
수수료비용	388	429	804	852	890
수수료이익	492	978	1,560	1,654	1,766
핵심이익	3,760	4,184	6,209	6,552	7,022
기타영업수익	16,108	12,400	5,208	1,042	1,052
기타영업비용	16,037	12,192	4,114	750	757
기타비이자이익	71	208	1,094	292	295
총영업이익	3,831	4,393	7,303	6,843	7,316
판매비와 관리비	1,792	2,108	3,646	3,792	3,944
총당금적립전영업이익	2,039	2,285	3,657	3,051	3,373
대손상각비	758	553	1,233	1,147	1,167
영업이익	1,281	1,732	2,424	1,905	2,206
영업외수익	190	100	161	162	164
영업외비용	100	117	141	112	114
세전계속사업이익	1,371	1,716	2,444	1,955	2,256
법인세비용	371	413	366	473	546
소수주주지분순이익	-11	81	123	137	90
당기순이익	1,011	1,222	1,956	1,345	1,620
총당금적립전이익	2,129	2,268	3,677	3,101	3,423

Profitability (%)					
결산(12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
순이자마진(NIM)	1.9	2.3	2.1	2.2	1.9
대손전입후 NIM	1.8	1.7	1.6	1.4	1.5
순이자이익/총자산	2.1	1.9	2.0	1.6	1.6
수수료이익/총자산	0.3	0.6	0.7	0.5	0.6
핵심이익/총자산	2.4	2.5	2.6	2.2	2.2
기타비이자이익/총자산	0.0	0.1	0.5	0.1	0.1
총영업이익/총자산	2.5	2.6	3.1	2.3	2.3
판매비/총자산	1.2	1.3	1.5	1.3	1.2
Cost/Income Ratio	46.8	48.0	49.9	55.4	53.9
총전영업이익/총자산	1.3	1.4	1.5	1.0	1.1
대손상각비/총자산	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4
영업이익/총자산	0.8	1.0	1.0	0.6	0.7
핵심영업이익/총자산	0.8	0.9	0.6	0.5	0.6
총당금전 ROA	1.4	1.3	1.6	1.0	1.1
세전 ROA	0.9	1.0	1.0	0.6	0.7
ROA	0.7	0.7	0.8	0.4	0.5
자산/자본 leverage	14.8	12.6	14.9	14.9	14.8
ROE	10.0	9.9	11.6	6.6	7.5

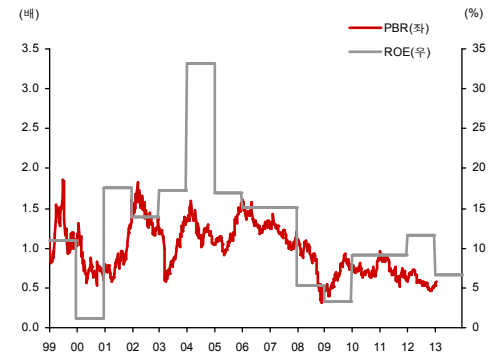
Per Share Data					
결산(12월)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS (원)	4,771	5,139	8,046	4,834	5,588
BPS (원)	50,389	57,935	68,065	72,003	76,791
DPS (원)	692	595	600	700	800
PER (배)	9.1	6.9	4.3	8.4	7.2
PBR (배)	0.9	0.6	0.5	0.6	0.5
배당성향 (%)	14.5	11.8	8.9	15.1	14.3
배당수익률 (%)	1.6	1.7	1.7	1.7	2.0

주가-EPS chart



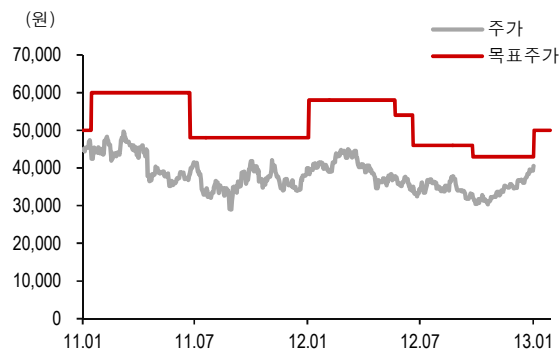
자료: 동양증권 리서치센터

PBR-ROE chart



자료: 동양증권 리서치센터

하나금융지주 (086790) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

날짜	투자의견	목표주가
2013-01-29	BUY	50,000
2012-11-28	BUY	43,000
2012-10-22	BUY	43,000
2012-09-17	BUY	46,000
2012-07-17	BUY	46,000
2012-06-18	BUY	54,000
2012-04-16	BUY	58,000
2012-04-05	BUY	58,000
2012-02-10	BUY	58,000
2012-02-08	BUY	58,000

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 성병수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 하나금융지주종목을 기초자산으로 하는 주기연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H-High, L-Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.