

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

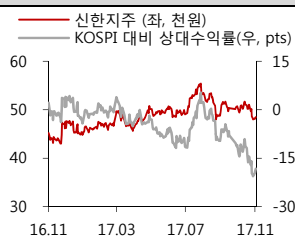
## Company Data

자본금	2,645 십억원
발행주식수	47,420 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	22,928 십억원
주요주주	
국민연금공단	9.54%
BlackRock Fund	5.12%
Advisors(외13)	
외국인지분율	69.17%
배당수익률	3.20%

## Stock Data

주가(17/11/15)	48,450 원
KOSPI	2,518.3 pt
52주 Beta	0.94
52주 최고가	55,400 원
52주 최저가	43,000 원
60일 평균 거래대금	47 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.4%	-6.2%
6개월	-3.3%	-13.2%
12개월	7.3%	-20.7%

신한지주 (055550/KS | 매수(신규편입) | T.P 64,000 원(신규편입))

## 강점은 안정성, 필요한 점은 구조 변화

신한지주는 양호한 자산건전성을 바탕으로 낮고 변동성이 적은 대손비용률을 유지해왔으며 판관비율도 상대적으로 낮은 수준을 지속해 본업의 비용관리 능력이 탁월한 것으로 판단. 이에 따라 은행 커버리지 중 최고 수준의 ROE가 전망됨 ('17E 10%, '18E 9%). 다만 카드업황의 악화가 예상되는 가운데, 수익성 상상을 위해서는 계열사 이익기여도의 구조 변화가 필요한 것으로 판단

## 탁월한 관리능력으로 커버리지 내 최고 수준의 ROE 전망

- 신한지주는 주요 은행주 중 가장 낮은 부실채권(NPL)비율 및 그에 상응하는 가장 높은 NPL 커버리지비율을 지속해 양호한 자산건전성을 보유한 것으로 판단. 보수적인 심사 및 관리의 결과, 낮고 변동성이 작은 대손비용률을 유지해옴
- 판관비율 역시 커버리지 5사 중 기업은행 다음으로 낮은 수준을 유지해 본업의 비용관리 능력이 탁월한 것으로 판단
- 이에 따라 은행 커버리지 중 최고 수준의 ROE가 전망됨 ('17E 10.2%, '18E 9.0%)

## 계열사 이익기여도의 구조 변화는 필요할 전망

- 신한지주는 업계 1위의 카드사를 자회사로 보유해 은행의 이익 편중도가 상대적으로 낮은 것이 강점이었음. 그러나 신한수익뿐 아니라 카드대출도 수익성 하락이 예상되는 등 카드업황의 악화로 인해 20%를 상회하는 카드사 이익기여도는 타 계열사로 분산될 필요가 있다고 판단함
- 이를 위한 적극적인 해외 진출도 좋은 방안이나, 타 계열사의 성장 도모가 더욱 유효할 것으로 판단돼 M&A 등에 대한 기대는 당분간 이어질 전망
- 2017년 배당성향 25.3% 가정 시 기대 배당수익률은 3.7%로 배당 매력 존재
- 신한지주에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 64,000 원 제시하며 커버리지를 개시함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
일반영업이익	십억원	8,018	8,486	8,778	9,727	10,104	10,524
YoY	%	-0.0	5.8	3.4	10.8	3.9	4.2
순이자손익	십억원	6,790	6,693	7,205	7,787	8,226	8,597
판매관리비	십억원	4,463	4,475	4,509	4,580	4,817	5,010
충전영업이익	십억원	3,555	4,011	4,269	5,147	5,287	5,514
영업이익	십억원	2,655	2,973	3,109	4,367	4,182	4,354
YoY	%	0.9	12.0	4.6	40.5	-4.2	4.1
세전이익	십억원	2,868	3,141	3,170	4,467	4,266	4,438
지배주주 순이익	십억원	2,081	2,367	2,775	3,376	3,198	3,326
YoY	%	9.6	13.7	17.2	21.7	-5.3	4.0
EPS	원	4,389	4,992	5,851	7,119	6,743	7,015
BPS	원	61,544	65,035	65,605	70,560	75,467	80,694
PER	배	10.1	7.9	7.7	6.8	7.2	6.9
PBR	배	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE	%	6.9	7.6	8.7	10.2	9.0	8.7
배당성향	%	21.6	24.0	24.8	25.3	26.0	26.4
배당수익률	%	2.1	3.0	3.2	3.7	3.6	3.8

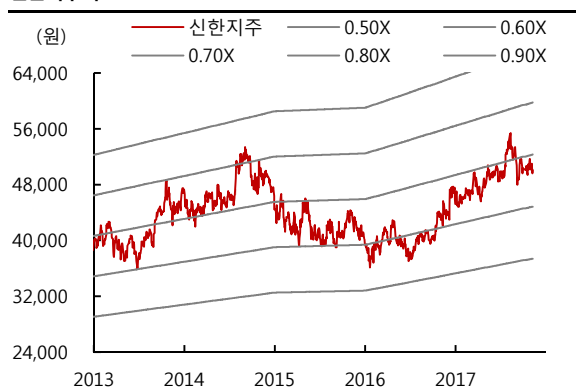
SK 증권은 신한지주의 2017 년~2019 년 수정 ROE 전망치 평균을 자기자본비용률로 할인해 적정 PBR 가치를 산정하고, 이를 12 개월 forward BPS 에 적용해 목표주가를 산출하였다. 신종자기자본 이자비용 예상치를 제거한 3 개년 평균 수정 ROE 9.3%를 고려해 목표 PBR 0.85X 를 적용했으며, 산출된 목표주가 64,000 원은 현 주가 대비 32%의 상승여력을 가지므로 투자매력도가 충분히 높다고 판단하여 투자의견 BUY 를 제시한다.

#### 신한지주 목표주가 산출식

항목	신한지주	비고
자기자본비용 (%)	10.7	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	1.7	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.8	(c): Market Risk Premium
Beta (β)	0.9	(d): 신한지주의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	9.3	(e): 신한지주의 2017~2019년 수정 ROE 전망치 평균
영구성장률 (%)	1.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.85	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)		(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.85	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	75,058	(j): 신한지주의 12개월 forward 수정 BPS
<b>목표주가 (원)</b>	<b>64,000</b>	<b>(k): (i)*(j)</b>
현주가 (10/16, 원)	48,450	
상승여력 (%)	32.1	

자료: SK 증권

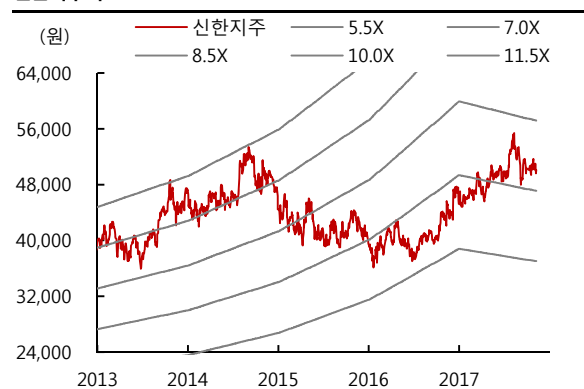
신한지주의 PBR Band chart



자료: FnGuide, SK 증권

주: 12 개월 forward 기준

신한지주의 PER Band chart



자료: FnGuide, SK 증권

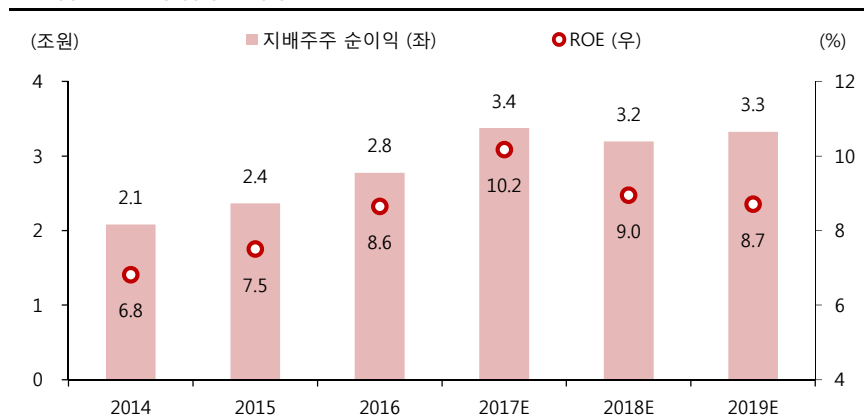
주: 12 개월 forward 기준

신한지주의 주요 손익 및 수익성 지표 추정치

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E	2019E
일반영업이익	2,020	2,271	2,243	2,244	2,445	2,373	2,328	2,580	8,778	9,727	10,104	10,524
순이자손익	1,715	1,772	1,826	1,893	1,869	1,915	1,987	2,016	7,205	7,787	8,226	8,597
순수수료손익	373	415	377	400	388	437	455	453	1,566	1,732	1,773	1,826
비이자손익	(67)	84	39	(49)	188	21	(113)	112	7	208	105	100
판매비와관리비	1,072	1,089	1,068	1,279	1,065	1,078	1,081	1,356	4,509	4,580	4,817	5,010
총전영업이익	948	1,182	1,175	965	1,380	1,294	1,247	1,225	4,269	5,147	5,287	5,514
대손충당금전입액	293	292	238	338	82	139	208	350	1,160	779	1,105	1,160
영업이익	655	890	937	626	1,298	1,156	1,039	874	3,109	4,367	4,182	4,354
영업외이익	28	15	11	8	7	34	41	17	62	100	84	84
세전이익	683	905	948	634	1,306	1,190	1,080	892	3,170	4,467	4,266	4,438
법인세비용	(105)	205	226	19	298	288	252	216	346	1,054	1,032	1,074
당기순손익	788	700	722	614	1,007	902	828	676	2,825	3,414	3,234	3,364
지배주주 순이익	771	683	708	612	997	892	817	670	2,775	3,376	3,198	3,326
그룹 NIM (%)	1.97	2.00	1.98	1.98	2.01	2.02	2.01	2.02	1.98	2.02	2.03	2.05
판매비율 (%)	53.1	48.0	47.6	57.0	43.5	45.4	46.4	52.5	51.4	47.1	47.7	47.6
대손비용률 (%)	0.49	0.48	0.39	0.54	0.13	0.22	0.33	0.54	0.48	0.31	0.43	0.44

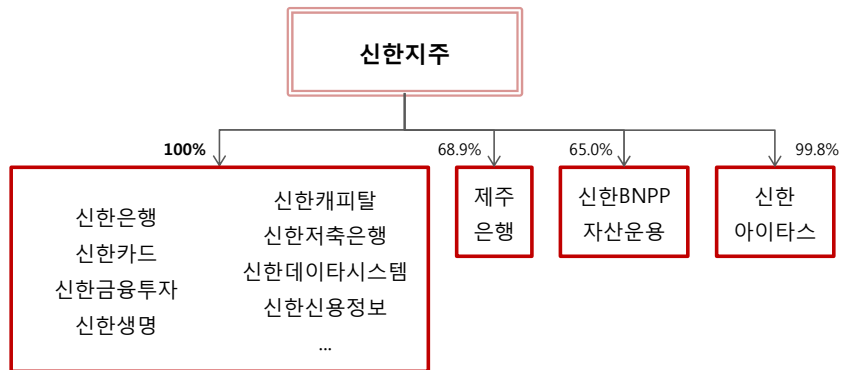
자료: 신한지주, SK 증권

신한지주 연도별 지배주주 순이익 및 ROE



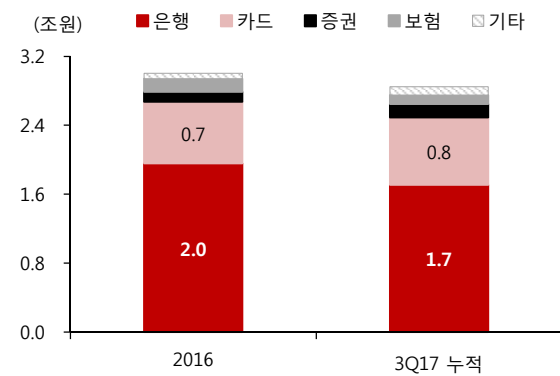
자료: 신한지주, SK 증권

## 신한지주의 주요 자회사 현황



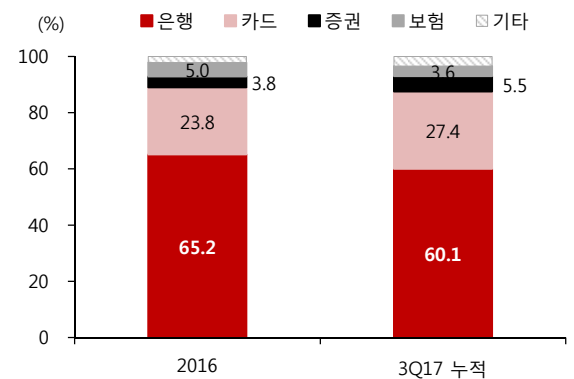
자료: 신한지주, SK 증권

## 신한지주의 주요 계열사별 순이익 규모



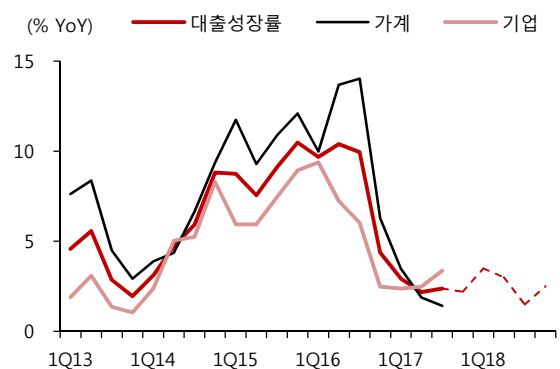
자료: 신한지주, SK 증권

## 신한지주의 주요 계열사별 순이익 비중



자료: 신한지주, SK 증권

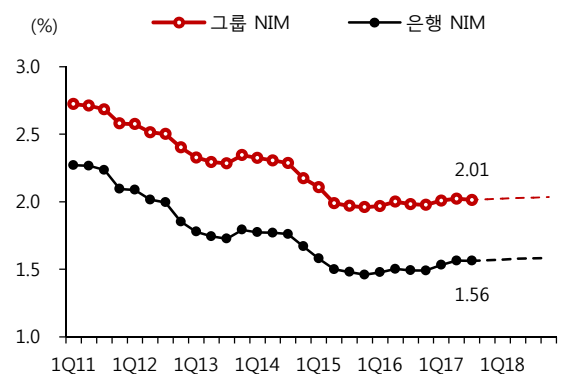
## 신한은행의 대출성장률 추이



자료: 신한지주, SK 증권

주: 점선은 은행 대출성장률 전망치

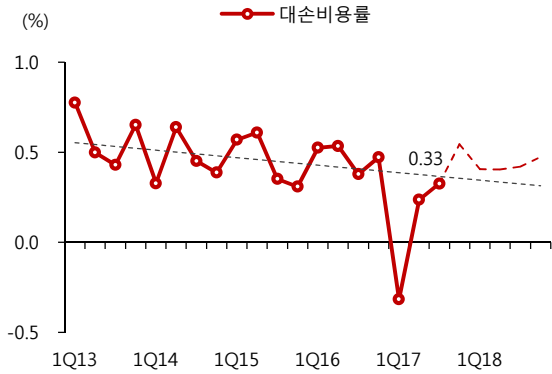
## 신한지주의 순이자마진 추이



자료: 신한지주, SK 증권

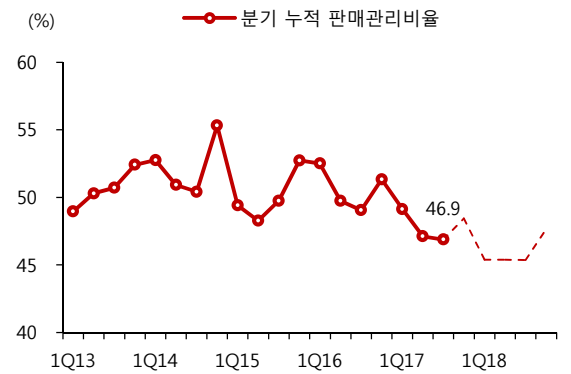
주: 점선은 전망치

### 신한지주의 대손비용률 추이



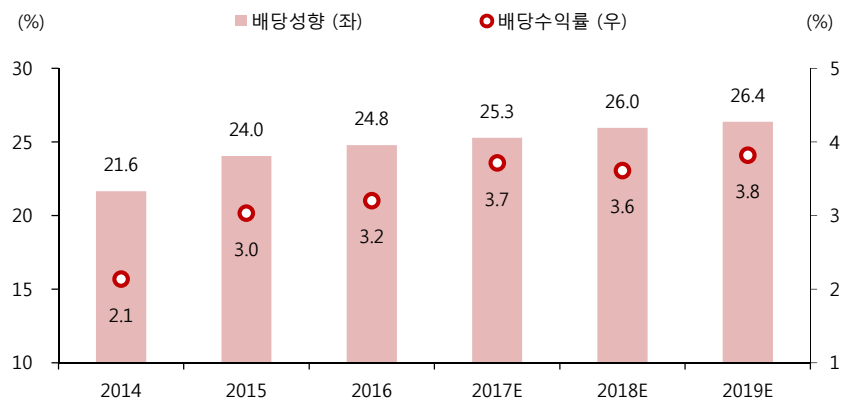
자료: 신한지주, SK 증권  
주: 붉은 점선은 전망치

### 신한지주의 판관비율



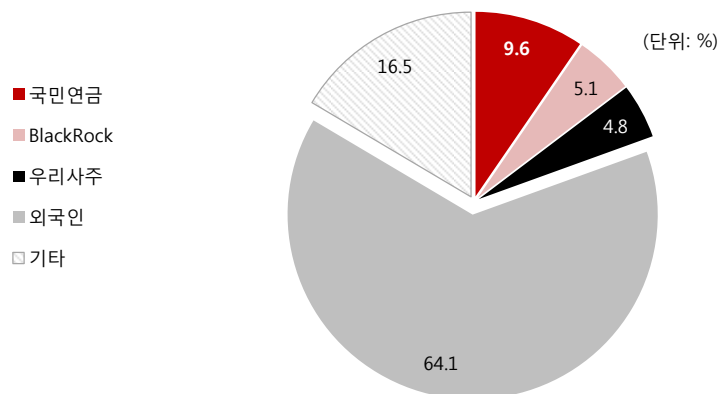
자료: 신한지주, SK 증권  
주: 점선은 전망치

### 신한지주 배당성향 및 배당수익률



자료: 신한지주, SK 증권

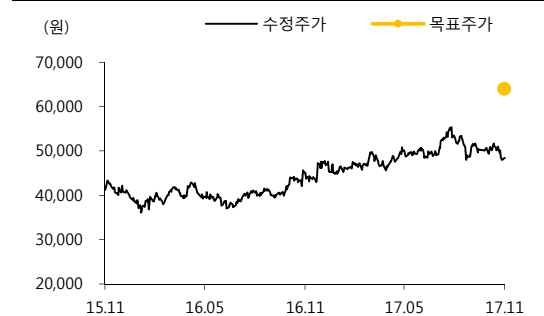
### 신한지주의 주요 주주 현황



자료: 전자공시시스템 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비

2017.11.16 매수 64,000원 6개월



### Compliance Notice

- 작성자(김도하)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 11 월 16 일 기준)

매수	89.54%	중립	10.46%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
현금및예치금	22,174	19,429	20,312	21,046	21,787
유가증권	76,285	87,686	96,454	102,241	108,376
대출채권	248,429	261,004	271,556	280,019	289,871
대손충당금	2,318	2,361	2,184	2,195	2,190
유형자산	4,837	5,026	5,254	5,444	5,636
무형자산	4,266	4,227	4,419	4,578	4,739
기타자산	16,876	20,670	17,845	17,481	15,477
<b>자산총계</b>	<b>370,548</b>	<b>395,680</b>	<b>413,656</b>	<b>428,616</b>	<b>443,696</b>
예수부채	218,130	235,624	246,646	253,999	262,648
차입부채	62,955	69,621	78,421	80,759	83,509
차입금	21,633	25,076	31,203	31,652	32,438
사채	41,322	44,545	47,218	49,107	51,071
기타금융업부채	22,625	25,377	24,417	25,470	26,539
기타부채	35,024	33,314	29,801	31,627	31,692
<b>부채총계</b>	<b>338,735</b>	<b>363,935</b>	<b>379,284</b>	<b>391,855</b>	<b>404,388</b>
지배주주지분	30,840	31,110	33,460	35,786	38,265
자본금	2,645	2,645	2,645	2,645	2,645
신종자본증권	737	498	424	424	424
자본잉여금	9,887	9,887	9,887	9,887	9,887
기타자본	-424	-458	-399	-399	-399
자기주식	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	305	-103	-347	-347	-347
이익잉여금	17,689	18,640	21,249	23,575	26,054
비지배주주지분	973	635	912	975	1,043
<b>자본총계</b>	<b>31,813</b>	<b>31,745</b>	<b>34,371</b>	<b>36,761</b>	<b>39,308</b>
<b>부채및자본총계</b>	<b>370,548</b>	<b>395,680</b>	<b>413,656</b>	<b>428,616</b>	<b>443,696</b>

성장률

월 결산(% YoY)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
대출채권	11.0	5.1	4.0	3.1	3.5
총자산	9.6	6.8	4.5	3.6	3.5
예수부채	12.6	8.0	4.7	3.0	3.4
차입부채	4.4	10.6	12.6	3.0	3.4
총부채	10.2	7.4	4.2	3.3	3.2
총자본	4.3	-0.2	8.3	7.0	6.9
일반영업이익	5.8	3.4	10.8	3.9	4.2
순이자손익	-1.4	7.7	8.1	5.6	4.5
판매관리비	0.3	0.7	1.6	5.2	4.0
충전영업이익	12.8	6.4	20.6	2.7	4.3
영업이익	12.0	4.6	40.5	-4.2	4.1
세전이익	9.5	1.0	40.9	-4.5	4.0
지배주주순이익	13.7	17.2	21.7	-5.3	4.0

자료 : SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
일반영업이익	8,486	8,778	9,727	10,104	10,524
순이자손익	6,693	7,205	7,787	8,226	8,597
이자수익	11,130	11,236	11,694	12,403	13,218
이자비용	4,437	4,031	3,907	4,177	4,621
순수수료손익	1,621	1,566	1,732	1,773	1,826
수수료수익	3,897	3,804	4,055	4,177	4,302
수수료비용	2,276	2,238	2,323	2,404	2,476
금융상품관련손익	1,261	1,165	1,029	1,040	1,045
기타영업이익	-1,089	-1,158	-821	-935	-944
판매관리비	4,475	4,509	4,580	4,817	5,010
충전영업이익	4,011	4,269	5,147	5,287	5,514
대손충당금전입액	1,037	1,160	779	1,105	1,160
영업이익	2,973	3,109	4,367	4,182	4,354
영업외이익	167	62	100	84	84
세전이익	3,141	3,170	4,467	4,266	4,438
법인세비용	695	346	1,054	1,032	1,074
당기순이익	2,446	2,825	3,414	3,234	3,364
지배주주지분당기순이익	2,367	2,775	3,376	3,198	3,326

주요투자지표

월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업지표 (%)</b>					
예대금리차	1.86	1.88	1.92	1.96	1.97
판매비용률	52.7	51.4	47.1	47.7	47.6
대손비용률	0.45	0.48	0.31	0.43	0.44
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.6	8.7	10.2	9.0	8.7
ROA	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
<b>주당 지표 (원)</b>					
보통주 EPS	4,992	5,851	7,119	6,743	7,015
수정 EPS	4,857	5,721	7,056	6,678	6,949
보통주 BPS	65,035	65,605	70,560	75,467	80,694
수정 BPS	65,035	65,605	70,560	75,467	80,694
보통주 DPS	1,200	1,450	1,800	1,750	1,850
<b>기타지표</b>					
보통주 PER (X)	7.9	7.7	6.8	7.2	6.9
수정 PER (X)	8.1	7.9	6.9	7.3	7.0
보통주 PBR (X)	0.61	0.69	0.69	0.64	0.60
수정 PBR (X)	0.61	0.69	0.69	0.64	0.60
배당성향 (%)	24.0	24.8	25.3	26.0	26.4
보통주 배당수익률 (%)	3.0	3.2	3.7	3.6	3.8