

SK COMPANY Analysis



Analyst

김도하

dohakim@sk.com

02-3773-8876

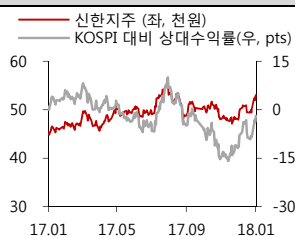
Company Data

자본금	2,645 십억원
발행주식수	47,420 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	25,133 십억원
주요주주	
국민연금공단	9.54%
BlackRock Fund Advisors(외13)	5.12%
외국인지분율	69.65%
배당수익률	3.20%

Stock Data

주가(17/01/12)	53,000 원
KOSPI	2,496.4 pt
52주 Beta	0.75
52주 최고가	55,400 원
52주 최저가	44,800 원
60일 평균 거래대금	51 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.5%	9.1%
6개월	6.9%	2.5%
12개월	16.7%	-2.9%

신한지주 (055550/KS | 매수(유지) | T.P 66,000 원(상향))

향후 비용 절감으로 이어질 일시적 판관비 증가

신한지주의 4Q17 지배주주 순이익은 5,494 억원 (-10.2% YoY)으로 컨센서스를 5% 하회하겠으나 원인은 일회성 비용임 (판관비 2,300 억원, 영업외비용 600 억원). '17 년 신한카드의 대규모 비경상 이익 및 카드업황 둔화 전망에도 불구하고, 4Q17 희망퇴직으로 인한 지주 경상 인건비 감소 및 카드사 마케팅비용 절감 노력 등이 예상되며, '18 년 3.1% YoY의 이익 증가를 시현하며 이익 창출력을 유지할 것으로 기대됨

4Q17 지배주주 순이익 5,494 억원 (-10.2% YoY) 기록할 전망

신한지주의 4Q17 지배주주 순이익은 5,494 억원 (-10.2% YoY, -32.8% QoQ)으로 시장 컨센서스를 4.6% 하회할 전망이다. 일회성 비용에 의한 것으로 판단. 신한은행 및 신한카드의 희망퇴직 인원이 평년보다 증가하면서 2,300 억원의 판관비용이 예상되며, 휴면 자기앞수표 관련 기금 출연은 600 억원 수준으로 가정함. 한편 2Q17 과 같은 규모의 VISA 지분 매각이 예상되는데, 당시보다 환율은 소폭 하락했으나 가파른 주가 상승을 고려해 처분익을 1,300 억원으로 추정. 4Q17 순이자이익 및 수수료이익은 각각 8.5% YoY, 13.6% YoY 증가할 것으로 예상돼 탁월한 실적 개선세가 계속되는 것으로 판단

2018 년 비용 관리 능력을 통해 이익 창출력 유지할 전망

2017 년 카드사의 지분 매각의 및 충당금 환입으로 대규모 비경상 이익이 발생했음에도 불구하고, 4 분기 희망퇴직으로 인한 2017 년 이익 추정치 감소 및 향후 판매관리비 절감으로 2018 년 3.1% YoY의 이익 증가가 예상됨. 주요 계열사인 카드사는 낮아진 평균 가맹점 수수료율, 법정 최고금리 인하 등의 영향으로 실적 둔화가 전망되나, 이번 인력 조정으로 인한 경상 인건비 감소 및 마케팅비용 절감 등 비용 관리 능력을 통해 이익 창출력을 유지할 수 있을 것으로 기대됨

목표주가 66,000 원으로 상향하며 투자의견 매수 유지

신한지주의 목표주가를 66,000 원으로 직전보다 3% 상향 조정하며, 투자의견 매수를 유지함. 목표주가는 향후 3 개년 ROE 상향 조정, 시장 할인율 하락 등을 감안해 상향한 목표 PBR 0.87 배를 12m forward BPS 76,104 원에 적용한 결과임

영업실적 및 투자지표

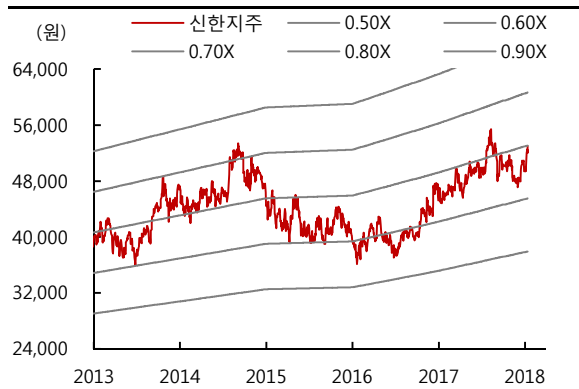
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
일반영업이익	십억원	8,018	8,486	8,778	9,604	10,103	10,681
YoY	%	-0.0	5.8	3.4	9.4	5.2	5.7
순이자손익	십억원	6,790	6,693	7,205	7,825	8,466	8,986
판매관리비	십억원	4,463	4,475	4,509	4,656	4,613	4,844
총전영업이익	십억원	3,555	4,011	4,269	4,948	5,490	5,837
영업이익	십억원	2,655	2,973	3,109	4,275	4,590	4,827
YoY	%	0.9	12.0	4.6	37.5	7.4	5.2
세전이익	십억원	2,868	3,141	3,170	4,308	4,667	4,906
지배주주 순이익	십억원	2,081	2,367	2,775	3,256	3,356	3,527
YoY	%	9.6	13.7	17.2	17.3	3.1	5.1
EPS	원	4,389	4,992	5,851	6,866	7,077	7,438
BPS	원	61,544	65,035	65,605	70,308	75,638	81,238
PER	배	10.1	7.9	7.7	7.2	7.3	7.0
PBR	배	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE	%	6.9	7.6	8.7	9.9	9.4	9.2
배당성향	%	21.6	24.0	24.8	24.9	25.4	25.9
배당수익률	%	2.1	3.0	3.2	3.5	3.5	3.7

신한지주 목표주가 산출식

항목	신한지주	비고
자기자본비용 (%)	10.5	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.1	(b): 국채 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.0	(c): Market Risk Premium
Beta (β)	0.9	(d): 신한지주의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	9.2	(e): 신한지주의 2017~2019년 수정 ROE 전망치 평균
영구성장률 (%)	1.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.87	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율 %)	0.0	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.87	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	76,104	(j): 신한지주의 12개월 forward 수정 BPS
목표주가 (원)	66,000	(k): (i)*(j)
조정률 (%)	3.1	직전 목표주가 대비 조정률
현주가 (01/12, 원)	53,000	
상승여력 (%)	24.5	

자료 SK 증권

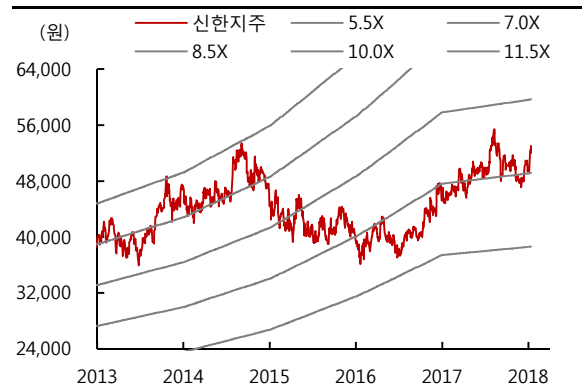
신한지주의 PBR Band chart



자료: FnGuide, SK 증권

주: 12개월 forward 기준

신한지주의 PER Band chart



자료: FnGuide, SK 증권

주: 12개월 forward 기준

신한지주 4Q17 실적 preview 및 시장 컨센서스

(단위: 십억원)	4Q17E	3Q17	QoQ (%)	4Q16	YoY (%)	컨센서스	차이 (%)
일반영업이익	2,468.1	2,318.1	6.5	2,243.7	10.0	n/a	n/a
충전영업이익	1,035.4	1,237.5	-16.3	964.5	7.4	n/a	n/a
영업이익	782.3	1,039.4	-24.7	626.1	24.9	782.5	-0.0
지배 순이익	549.4	817.3	-32.8	612.1	-10.2	575.6	-4.6
(단위: %)	4Q17E	3Q17	QoQ (%p)	4Q16	YoY (%p)		
순이자마진	2.04	2.01	0.02	1.98	0.06		
판관비용률	58.0	46.6	11.4	57.0	1.0		
대손비용률	0.38	0.31	0.07	0.54	-0.16		

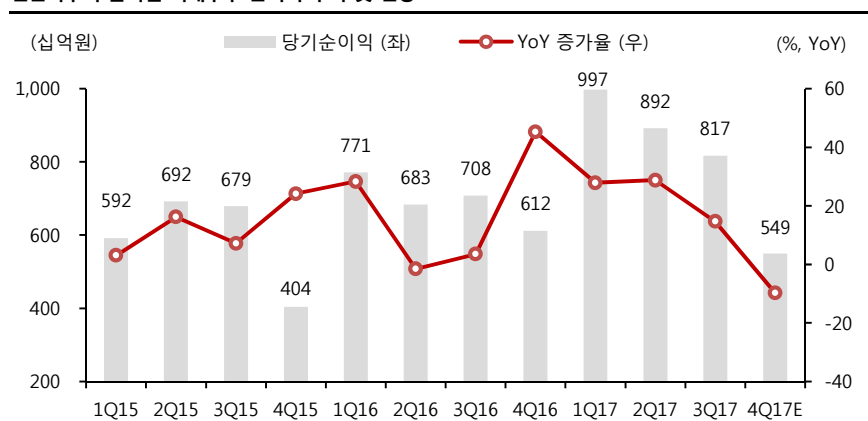
자료: FnGuide, SK 증권

신한지주 상세 실적지표

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
일반영업이익	2,020	2,271	2,243	2,244	2,445	2,373	2,318	2,468	2,443	2,513	2,559	2,588	8,778	9,604	10,103
순이자이익	1,715	1,772	1,826	1,893	1,869	1,915	1,987	2,054	2,079	2,104	2,126	2,156	7,205	7,825	8,466
수수료이익	373	415	377	400	388	437	455	454	403	444	463	462	1,566	1,734	1,772
기타영업이익	-67	84	39	-49	188	21	-123	-41	-39	-35	-30	-31	7	45	-135
판매관리비	1,072	1,089	1,068	1,279	1,065	1,078	1,081	1,433	1,107	1,121	1,124	1,261	4,509	4,656	4,613
판관비용률 (%)	53.1	48.0	47.6	57.0	43.5	45.4	46.6	58.0	45.3	44.6	43.9	48.7	51.4	48.5	45.7
충전영업이익	948	1,182	1,175	965	1,380	1,294	1,238	1,035	1,336	1,392	1,435	1,327	4,269	4,948	5,490
충당금전입액	293	292	238	338	82	139	198	253	209	227	228	236	1,160	672	900
대손비용률 (%)	0.49	0.48	0.39	0.54	0.13	0.22	0.31	0.38	0.31	0.34	0.34	0.34	0.48	0.26	0.33
영업이익	655	890	937	626	1,298	1,156	1,039	782	1,127	1,165	1,207	1,091	3,109	4,275	4,590
영업외이익	28	15	11	8	7	34	41	-50	18	21	17	21	62	32	77
세전이익	683	905	948	634	1,306	1,190	1,080	732	1,145	1,186	1,225	1,112	3,170	4,308	4,667
지배 순이익	771	683	708	612	997	892	817	549	823	852	880	800	2,775	3,256	3,356

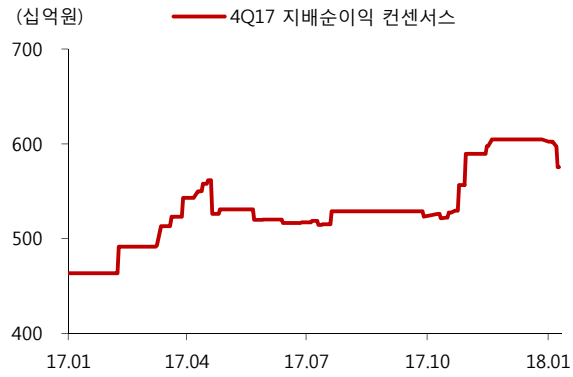
자료: WiseFn, SK 증권

신한지주의 분기별 지배주주 순이익 추이 및 전망



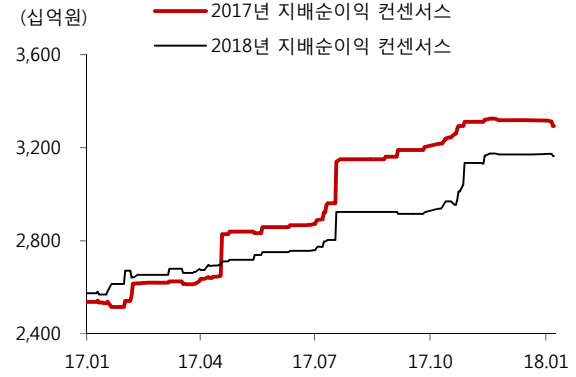
자료: 신한지주, SK 증권

신한지주의 4Q17 지배주주 순이익 컨센서스 변화



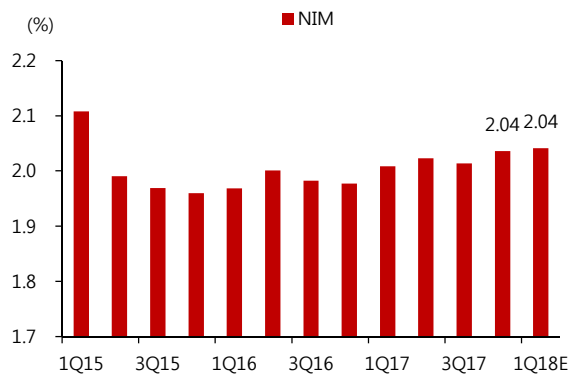
자료: FnGuide, SK 증권

신한지주의 연간 지배주주 순이익 컨센서스 변화



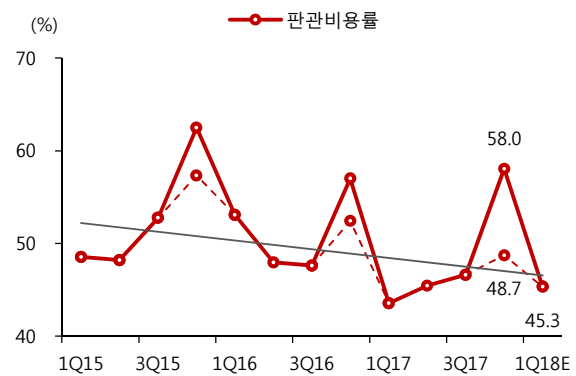
자료: FnGuide, SK 증권

신한지주의 순이자마진 추이 및 전망



자료: 신한지주, SK 증권

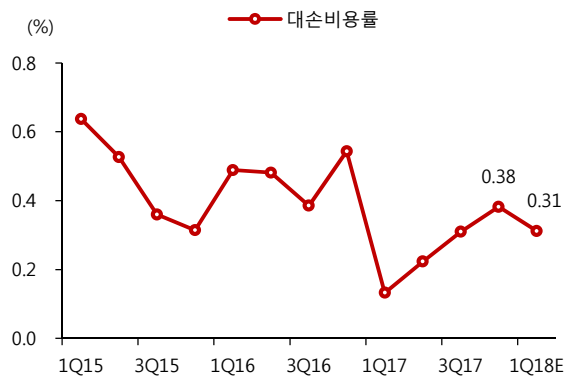
신한지주의 판관비용률 추이 및 전망



자료: 신한지주, SK 증권

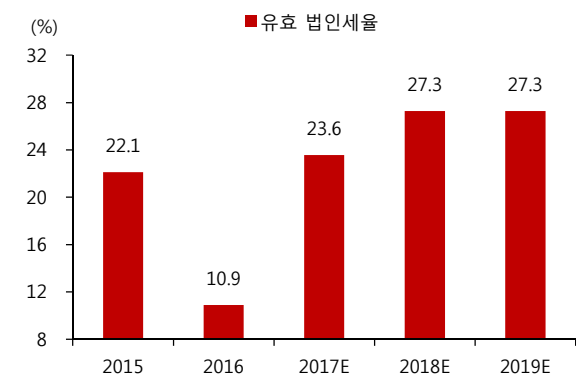
주: 점선은 희망퇴직 제거한 기준

신한지주의 대손비용률 추이 및 전망



자료: 신한지주, SK 증권

신한지주의 유효 법인세율 추이 및 전망



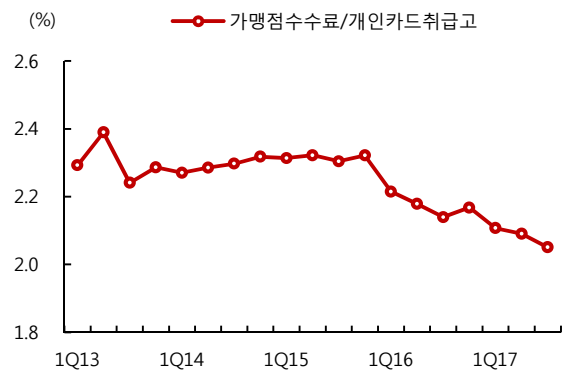
자료: 신한지주, SK 증권

분기 평균으로 단순 추정 시, 원화 환산 Visa 주가 2Q 대비 4Q 16.4% 상승



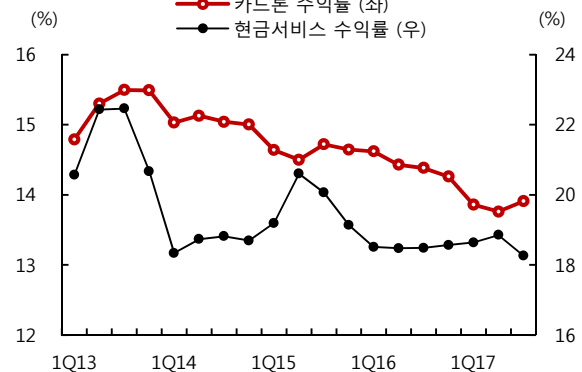
자료: Bloomberg, SK 증권

신한카드의 개인 신용판매 대비 전체 가맹점수수료 비율 추이



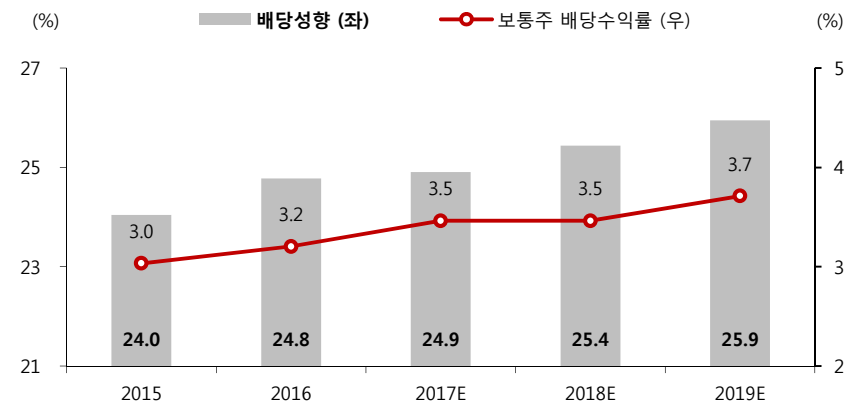
자료: 금융감독원 SK 증권

신한카드의 카드대출 수익률 추이



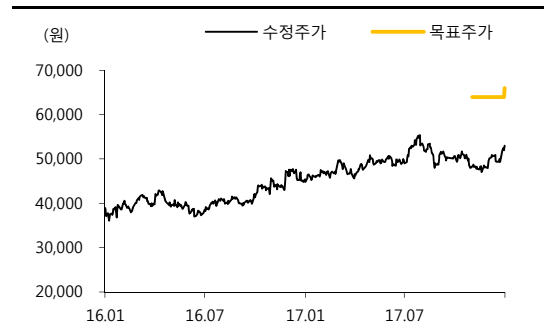
자료: 금융감독원 SK 증권

신한지주의 배당지표 추이 및 전망



자료: WiseFn, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.15	매수	66,000원	6개월		
2017.11.16	매수	64,000원	6개월	-22.87%	-17.19%



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 (2018 년 1 월 15 일 기준)

매수	89.33%	중립	10.67%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
현금및예치금	22,174	19,429	21,188	22,102	23,104
유가증권	76,285	87,686	99,962	105,959	112,317
대출채권	248,429	261,004	282,021	292,785	306,053
대손충당금	2,318	2,361	2,195	2,218	2,232
유형자산	4,837	5,026	5,481	5,718	5,977
무형자산	4,266	4,227	4,609	4,808	5,026
기타자산	16,876	20,670	20,434	20,972	20,279
자산총계	370,548	395,680	431,499	450,127	470,524
예수부채	218,130	235,624	251,956	264,128	276,212
차입부채	62,955	69,621	79,745	81,776	86,467
차입금	21,633	25,076	31,636	32,223	34,932
사채	41,322	44,545	48,109	49,552	51,534
기타금융업부채	22,625	25,377	26,685	28,028	29,507
기타부채	35,024	33,314	38,866	39,350	38,767
부채총계	338,735	363,935	397,251	413,283	430,952
지배주주지분	30,840	31,110	33,340	35,867	38,523
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	-398	-398	-398
자기주식	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	305	-103	-347	-347	-347
이익잉여금	17,689	18,640	21,129	23,656	26,312
비지배주주지분	973	635	908	976	1,049
자본총계	31,813	31,745	34,248	36,844	39,572
부채및자본총계	370,548	395,680	431,499	450,127	470,524

성장률

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
대출채권	11.0	5.1	8.1	3.8	4.5
총자산	9.6	6.8	9.1	4.3	4.5
예수부채	12.6	8.0	6.9	4.8	4.6
차입부채	4.4	10.6	14.5	2.5	5.7
총부채	10.2	7.4	9.2	4.0	4.3
총자본	4.3	-0.2	7.9	7.6	7.4
일반영업이익	5.8	3.4	9.4	5.2	5.7
순이자손익	-1.4	7.7	8.6	8.2	6.1
판매관리비	0.3	0.7	3.3	-0.9	5.0
충전영업이익	12.8	6.4	15.9	11.0	6.3
영업이익	12.0	4.6	37.5	7.4	5.2
세전이익	9.5	1.0	35.9	8.3	5.1
지배주주순이익	13.7	17.2	17.3	3.1	5.1

자료: SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
일반영업이익	8,486	8,778	9,604	10,103	10,681
순이자손익	6,693	7,205	7,825	8,466	8,986
이자수익	11,130	11,236	11,780	12,817	13,797
이자비용	4,437	4,031	3,955	4,352	4,811
순수수료손익	1,621	1,566	1,734	1,772	1,825
수수료수익	3,897	3,804	4,050	4,181	4,307
수수료비용	2,276	2,238	2,316	2,409	2,481
금융상품관련손익	824	741	557	587	594
기타영업이익	-652	-735	-511	-721	-724
판매관리비	4,475	4,509	4,656	4,613	4,844
충전영업이익	4,011	4,269	4,948	5,490	5,837
대손충당금전입액	1,037	1,160	672	900	1,010
영업이익	2,973	3,109	4,275	4,590	4,827
영업외이익	167	62	32	77	78
세전이익	3,141	3,170	4,308	4,667	4,906
법인세비용	695	346	1,015	1,274	1,339
당기순이익	2,446	2,825	3,292	3,394	3,567
지배주주지분당기순이익	2,367	2,775	3,256	3,356	3,527

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업지표 (%)					
순이자마진율	2.01	1.98	2.02	2.05	2.08
판매비용률	52.7	51.4	48.5	45.7	45.4
대손비용률	0.45	0.48	0.26	0.33	0.35
수익성 (%)					
ROE	7.6	8.7	9.9	9.4	9.2
ROA	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	4,992	5,851	6,866	7,077	7,438
수정 EPS	4,857	5,721	6,802	7,012	7,373
보통주 BPS	65,035	65,605	70,308	75,638	81,238
수정 BPS	65,035	65,605	70,308	75,638	81,238
보통주 DPS	1,200	1,450	1,710	1,800	1,930
기타 지표					
보통주 PER (X)	7.9	7.7	7.2	7.5	7.1
수정 PER (X)	8.1	7.9	7.3	7.6	7.2
보통주 PBR (X)	0.61	0.69	0.70	0.70	0.65
수정 PBR (X)	0.61	0.69	0.70	0.70	0.65
배당성장률 (%)	24.0	24.8	24.9	25.4	25.9
보통주 배당수익률 (%)	3.0	3.2	3.5	3.4	3.6