



하나금융그룹

2018년 5월 15일 | Equity Research

상상인(038540)

어닝 서프라이즈. 전년 동기 대비 131% 영업익 증가

1Q18 영업익 504억원(YoY +131%). 어닝 서프라이즈

분기별 사상 최대 영업익을 경신 중인 동사는 올 1분기에도 어닝 서프라이즈를 시현했다. 전년 동기 대비 +131%, 전분기 대비 30% 증가한 504억원의 영업익을 기록했다. 올 1분기에 는 모다, 파티게임즈 등 거래정지 기업 관련 여신 손실 우려가 발생한데다 연간 성과급 비용(약 40억원)이 반영되었음을 감안하면 컨센서스를 대폭 상회한 호실적이다. 실적 호조는 양 저축은행의 대출 규모가 1.9조원을 넘어서며 지난 4분기 대비 15% 증가했고, 자회사 한중선박기계의 던어라운드가 시작되었기 때문이다. 2분기는 4월말 여신 잔고가 이미 2조원을 넘어섰고 지난 1월 3천억원대 수주를 기록한 한중선박기계의 실적이 본격 반영되며 1분기 일시적으로 반영된 성과급 비용 또한 사라지므로 사상 최대 실적을 재차 기록할 것으로 예상한다.

사업모델의 진화. 올해 영업익 2,277억원(YoY +87%) 추정

상상인의 올해 영업익은 전년 대비 87% 증가한 2,277억원을 예상한다. 자산 성장에 후행하여 이익이 발생하는 동사의 비즈니스 모델을 감안시 1분기에 이미 500억원 이상의 분기 이익 체력이 확인되었고 2분기 들어서도 저축은행 여신은 안정적으로 성장하고 있기에 분기별 실적 성장 가시성이 충분히 높다. 저축은행 규제 강화 관련 우려가 존재하나, 2020년 이후 도입 예정인 예대율 규제 강화(2020년 110%, 2021년 100%)는 이미 현 예대율이 100% 전후이기에 사실상 영향이 없고, 가계 신용대출 관련 규제 강화 또한 기업 중심 담보대출을 주로 하는 양 저축은행 관계해서 실질 영향이 제한적이다. 향후 골든 브릿지증권 인수 승인시 추가적인 사업 확장 또한 예상된다는 점에서 여전히 동사의 사업모델은 진화 중이라 평가한다. 이밖에 동사가 보유한 한중선박기계 및 에스엠티바이오 지분가치 또한 중장기적으로 부각될 여지가 있어 보인다.

목표주가 41,000원으로 상승여력 충분. 급증한 외인 공매도의 솟커버링 예상

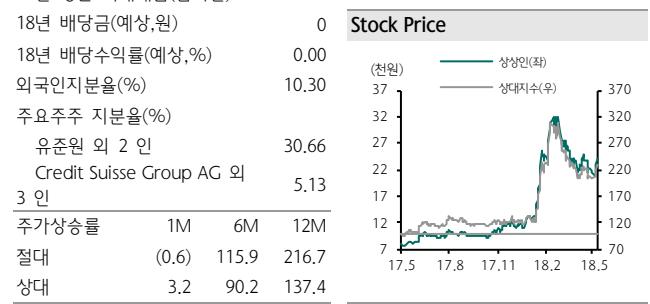
BUY 및 목표가 41,000원을 유지한다. 올해 ROE는 50% 전후로 추정되는 가운데, 현 주가는 P/E는 5.8배, P/B는 2배에 불과하다. 여신 부실화 우려가 불거진 이후 외인 중심의 공매도가 급증하여 현 대차잔고는 역대 최대치까지 상승했다. 실적 추가 상향에 따라서 솟커버링 가능성 또한 높아 보인다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 41,000원 | CP(5월14일): 23,750원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	858.70		
52주 최고/최저(원)	31,700/7,500	매출액(십억원)	627.9 832.7
시가총액(십억원)	1,134.0	영업이익(십억원)	244.0 350.1
시가총액비중(%)	0.41	순이익(십억원)	215.9 302.9
발행주식수(천주)	47,748.4	EPS(원)	4,522 6,343
60일 평균 거래량(천주)	977.1	BPS(원)	10,930 17,455
60일 평균 거래대금(십억원)	25.3		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	10.30		
주요주주 지분율(%)			
유준원 외 2인	30.66		
Credit Suisse Group AG 외	5.13		
3 인			
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(0.6) 115.9 216.7		
상대	3.2 90.2 137.4		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	283.9	397.6	498.2	602.4	632.5
영업이익	십억원	70.2	121.9	227.7	302.1	317.6
세전이익	십억원	80.3	118.9	236.6	311.6	328.7
지배순이익	십억원	67.9	100.2	190.6	255.6	270.4
EPS	원	1,452	2,137	3,991	5,353	5,664
증감률	%	113.8	47.2	86.8	34.1	5.8
PER	배	8.44	11.11	5.95	4.44	4.19
PBR	배	2.88	3.79	2.32	1.52	1.12
EV/EBITDA	배	6.29	8.26	3.19	1.37	0.38
ROE	%	41.72	41.24	49.29	41.92	30.99
BPS	원	4,256	6,263	10,254	15,607	21,270
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 오진원

02-3771-7525

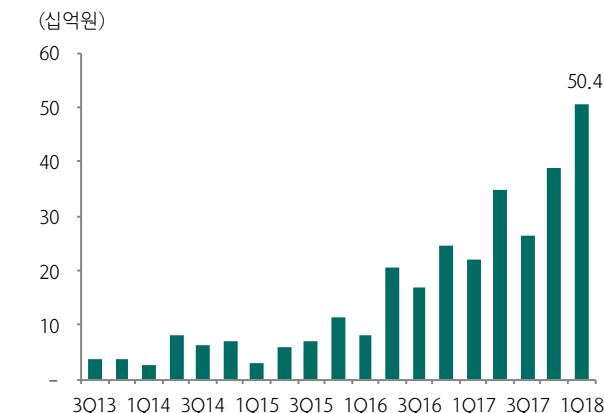
jw.oh@hanafn.com

RA 박은규

02-3771-8532

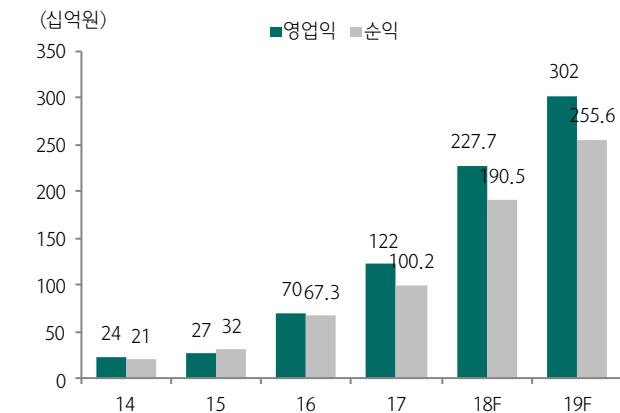
ek.p@hanafn.com

그림 1. 상상인 분기별 영업익 추이



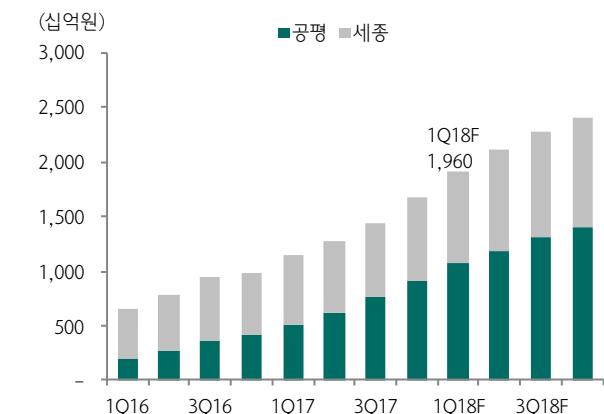
자료: 상상인, 하나금융투자

그림 2. 상상인 연도별 실적 추이



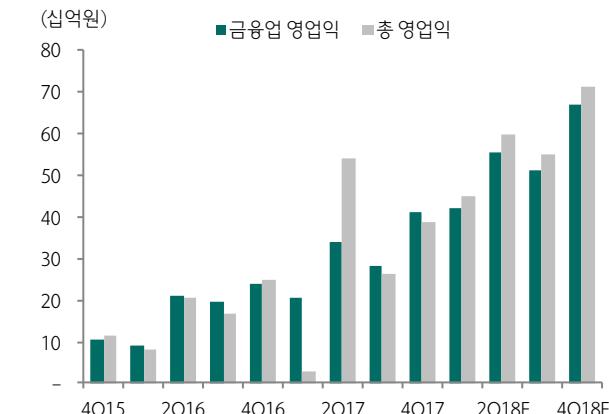
자료: 상상인, 하나금융투자

그림 3. 공평/세종 저축은행 대출채권 분기별 추이



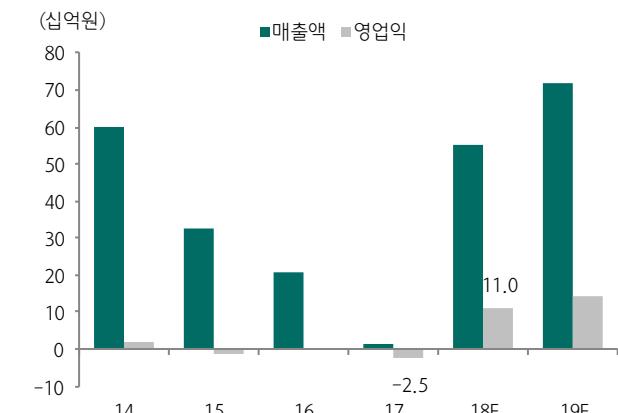
자료: 상상인, 하나금융투자

그림 4. 저축은행 영업익 성장에 따른 상상인 이익 성장 추이



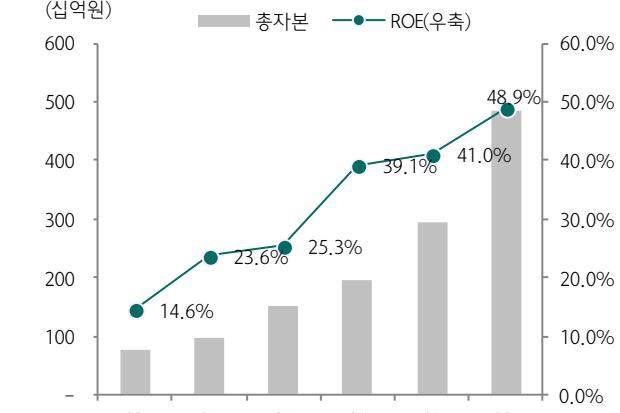
자료: 상상인, 하나금융투자

그림 5. 100% 자회사 한중선박기계 텐어라운드 예상



자료: 상상인, 하나금융투자

그림 6. '18년 ROE 50% 전후 추정



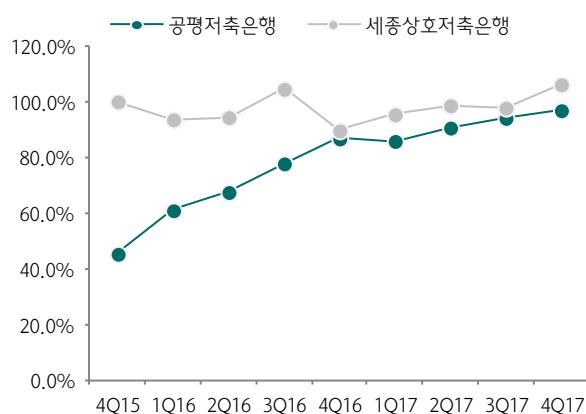
자료: 상상인, 하나금융투자

표 1. 상상인 실적 추정 상세

Consolidation											
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	84	133	82	99	110	123	130	135	284	398	498
YoY	64.3%	115.7%	59.1%	-17.6%	31.7%	-7.6%	57.9%	37.2%	65.6%	40.1%	25.3%
QoQ	-29.9%	59.1%	-38.4%	20.0%	12.0%	11.6%	5.3%	4.2%			
통합 네트워크	24	25	12	17	49	23	23	23	84	78	118
금융업	59	107	69	81	91	85	92	97	172	316	365
기타	1	1	1	1	-29	15	15	15	28	3	16
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
영업익	22	35	26	38.9	50.4	59.5	54.9	62.9	70.2	122	227.7
YoY	169.0%	69.3%	55.9%	57.8%	131.1%	70.2%	109.2%	61.7%	158.8%	73.6%	86.8%
QoQ	-11.6%	60.3%	-24.9%	48.2%	29.5%	18.1%	-7.7%	14.6%			
OPM	26.0%	26.2%	32.0%	39.5%	45.6%	48.3%	42.4%	46.6%	24.7%	30.7%	45.7%
통합 네트워크	2	1	-1	-2	32	1	1	1	-1	1	35
금융업	20	34	28	41	53	56	51	67	74	124	226
기타	-1	-1	-1	-1	-35	3	3	-5	-3	-2	-34
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
순이익	17	29	22	32	39	50	47	55	67	100	191
YoY	124.4%	58.6%	8.3%	51.8%	121.3%	73.2%	111.8%	73.8%	112.9%	48.9%	90.2%
QoQ	-16.4%	67.4%	-24.3%	43.4%	21.8%	31.0%	-7.5%	17.7%			
NPM	20.8%	21.9%	26.8%	32.1%	34.9%	41.0%	36.0%	40.6%	23.7%	25.2%	38.2%
저축은행 합산											
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
총 대출채권	1,148	1,271	1,440	1,672	1,912	2,104	2,268	2,408	982	1,672	2,408
YoY	75.3%	63.4%	53.5%	70.3%	66.6%	65.5%	57.6%	44.0%	51.9%	70.3%	44.0%
QoQ	17.0%	10.7%	13.3%	16.1%	14.4%	10.0%	7.8%	6.2%			
공평저축은행	513	624	756	917	1,082	1,190	1,309	1,401	421	917	1,401
세종저축은행	635	647	684	755	831	914	959	1,007	560	755	1,007
순이자수익	32	39	43	45	56	62	68	73	93	160	258
YoY	87.4%	111.4%	89.1%	30.8%	71.7%	58.7%	58.7%	60.1%	62.9%	71.5%	61.7%
QoQ	-6.6%	21.3%	8.8%	6.1%	22.7%	12.0%	8.9%	7.0%			
공평저축은행	14	18	22	24	31	36	39	42	35	79	148
세종저축은행	18	21	21	21	24	27	29	30	58	81	110
이자수익	39	46	50	54	65	73	79	85	114	188	301
YoY	74.0%	97.3%	80.7%	32.6%	67.8%	58.0%	57.4%	57.9%	44.2%	65.7%	59.8%
QoQ	-4.4%	19.0%	9.2%	6.7%	21.0%	12.1%	8.9%	7.0%			
공평저축은행	17	21	26	29	36	41	45	49	43	93	173
세종저축은행	22	25	24	25	28	31	34	35	71	95	129
이자비용	6	7	8	8	9	10	11	12	21	29	43
YoY	27.3%	42.3%	44.4%	43.5%	47.2%	53.8%	50.1%	46.0%	-4.9%	39.6%	49.1%
QoQ	9.0%	7.3%	11.5%	10.0%	11.8%	12.2%	8.8%	7.0%			
공평저축은행	3	3	4	5	5	6	6	7	8	14	24
세종저축은행	4	4	4	4	4	5	5	5	12	15	19
대출채권이자율	14.5%	15.2%	14.8%	13.8%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.0%	14.2%	14.8%
공평저축은행	14.6%	15.0%	15.0%	13.9%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.7%	13.9%	14.9%
세종저축은행	14.4%	15.4%	14.6%	13.7%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	13.6%	14.5%	14.6%

자료: 상상인, 하나금융투자

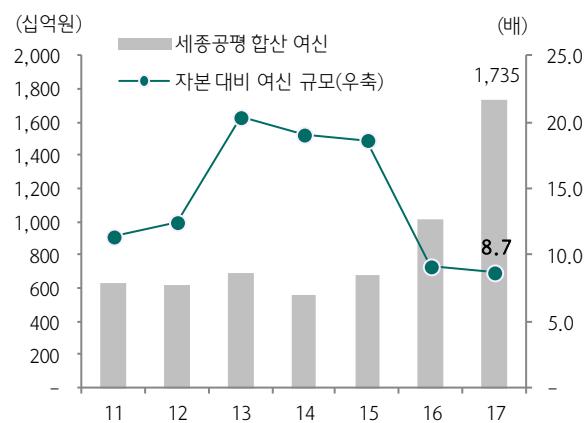
그림 7. 양 저축은행 예대율 추이



주: 2020년 예대율 110%, 2021년 100% 규제 도입 예정.

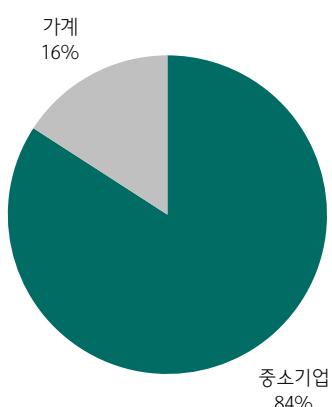
자료: 각 행, 하나금융투자

그림 8. 공평/세종저축은행 자본 대비 여신 규모



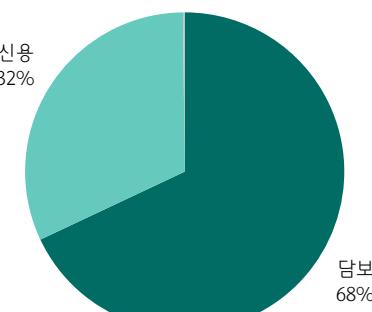
자료: 각 행, 하나금융투자

그림 9. 공평/세종저축은행 합산 가계/기업 여신 분류(2017)



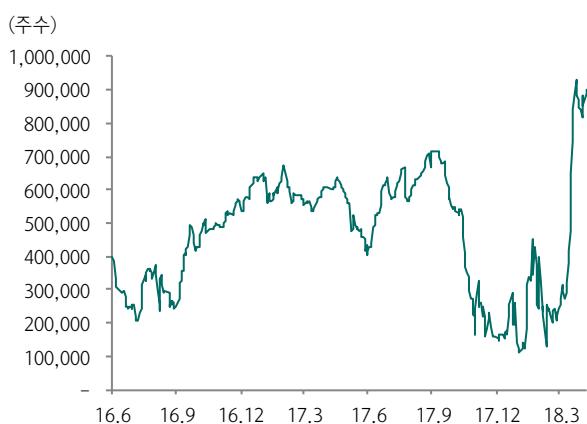
자료: 각 행, 하나금융투자

그림 10. 공평/세종저축은행 자본 대비 여신 규모



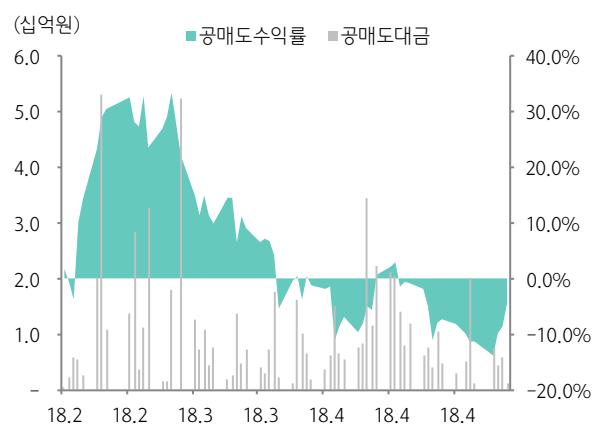
자료: 각 행, 하나금융투자

그림 11. 상상인 공매도잔고 추이



자료: KRX, 하나금융투자

그림 12. 최근 한달 상상인 공매도금액의 수익률 마이너스 권역 추정



자료: KRX, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		283.9	397.6	498.2	602.4	632.5
매출원가		187.3	248.7	239.6	266.2	279.5
매출총이익		96.6	148.9	258.6	336.2	353.0
판관비		26.3	27.0	30.9	34.0	35.4
영업이익		70.2	121.9	227.7	302.1	317.6
금융순익		(0.2)	0.5	3.4	7.1	11.1
종속/관계기업순익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외순익		10.3	(3.5)	5.5	2.4	0.0
세전이익		80.3	118.9	236.6	311.6	328.7
법인세		12.7	18.7	46.0	56.0	58.3
계속사업이익		67.6	100.2	190.6	255.6	270.4
중단사업이익		(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		67.3	100.2	190.6	255.6	270.4
비지배주주지분 순이익		(0.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익		67.9	100.2	190.6	255.6	270.4
지배주주지분포괄이익		67.9	99.9	190.6	255.6	270.4
NOPAT		59.1	102.7	183.4	247.8	261.3
EBITDA		74.3	124.5	229.6	303.7	318.8
성장률(%)						
매출액증가율		65.6	40.0	25.3	20.9	5.0
NOPAT증가율		133.6	73.8	78.6	35.1	5.4
EBITDA증가율		146.8	67.6	84.4	32.3	5.0
영업이익증가율		159.0	73.6	86.8	32.7	5.1
(지배주주)순이익증가율		114.2	47.6	90.2	34.1	5.8
EPS증가율		113.8	47.2	86.8	34.1	5.8
수익성(%)						
매출총이익률		34.0	37.4	51.9	55.8	55.8
EBITDA이익률		26.2	31.3	46.1	50.4	50.4
영업이익률		24.7	30.7	45.7	50.1	50.2
계속사업이익률		23.8	25.2	38.3	42.4	42.8

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,452	2,137	3,991	5,353	5,664
BPS	4,256	6,263	10,254	15,607	21,270
CFPS	1,587	2,741	4,924	6,409	6,677
EBITDAPS	1,587	2,655	4,809	6,360	6,677
SPS	6,067	8,482	10,434	12,615	13,246
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	8.4	11.1	6.0	4.4	4.2
PBR	2.9	3.8	2.3	1.5	1.1
PCFR	7.7	8.7	4.8	3.7	3.6
EV/EBITDA	6.3	8.3	3.2	1.4	0.4
PSR	2.0	2.8	2.3	1.9	1.8
재무비율(%)					
ROE	41.7	41.2	49.3	41.9	31.0
ROA	6.2	7.3	11.9	12.0	10.7
ROIC	52.8	87.1	149.6	606.4	(33,697.6)
부채비율	638.2	352.5	291.3	219.9	168.7
순부채비율	(60.6)	(36.5)	(83.4)	(97.5)	(100.4)
이자보상비율(배)	108.3	753.0	1,403.9	1,863.0	2,508.9

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산		866.7	724.9	1,249.2	1,698.1	2,039.2
금융자산		120.4	109.6	405.3	722.0	1,014.2
현금성자산		116.5	106.4	400.9	716.9	1,008.9
매출채권 등		739.3	609.5	836.1	967.0	1,015.4
재고자산		4.3	3.5	4.8	5.6	5.9
기타유동자산		2.7	2.3	3.0	3.5	3.7
비유동자산		569.2	593.2	636.3	660.8	669.1
투자자산		147.0	121.2	166.2	192.2	201.8
금융자산		147.0	121.2	166.2	192.2	201.8
유형자산		28.0	26.9	25.6	24.5	23.5
무형자산		51.6	50.5	49.7	49.3	49.1
기타비유동자산		342.6	394.6	394.8	394.8	394.7
자산총계		1,435.9	1,318.1	1,885.5	2,358.9	2,708.3
유동부채		1,090.2	902.4	1,233.1	1,424.2	1,493.4
금융부채		2.1	3.1	3.1	3.1	1.7
매입채무 등		1,074.7	886.0	1,215.4	1,405.7	1,476.0
기타유동부채		13.4	13.3	14.6	15.4	15.7
비유동부채		151.1	124.4	170.5	197.2	207.1
금융부채		0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
기타비유동부채		150.6	124.2	170.3	197.0	206.9
부채총계		1,241.4	1,026.8	1,403.7	1,621.5	1,700.4
지배주주지분		194.5	291.3	481.9	737.5	1,007.9
자본금		46.8	46.8	46.8	46.8	46.8
자본잉여금		9.6	9.6	9.6	9.6	9.6
자본조정		(5.1)	(8.2)	(8.2)	(8.2)	(8.2)
기타포괄이익누계액		0.2	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금		142.9	243.1	433.6	689.2	959.6
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		194.5	291.3	481.9	737.5	1,007.9
순금융부채		(117.9)	(106.4)	(402.0)	(718.7)	(1,012.4)

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		(317.0)	(378.9)	340.7	342.7	303.3
당기순이익		67.3	100.2	190.6	255.6	270.4
조정		1.9	11.3	2.0	1.5	1.3
감가상각비		4.0	2.6	2.0	1.5	1.3
외환거래손익		(0.5)	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익		(6.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타		5.2	8.6	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동		(386.2)	(490.4)	148.1	85.6	31.6
투자활동 현금흐름		117.4	(16.3)	(46.2)	(26.7)	(9.9)
투자자산감소(증가)		(118.1)	25.0	(45.0)	(26.0)	(9.6)
유형자산감소(증가)		(0.7)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타		236.2	(41.0)	(1.2)	(0.7)	(0.3)
재무활동 현금흐름		266.7	385.1	0.0	0.0	(1.4)
금융부채증가(감소)		(14.8)	0.8	0.0	0.0	(1.4)
자본증가(감소)		0.4	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		281.1	384.3	0.0	0.0	0.0
배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감		67.0	(10.1)	294.4	316.0	292.0
Unlevered CFO		74.2	128.5	235.1	306.0	318.8
Free Cash Flow		(318.1)	(379.4)	340.7	342.7	303.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 평균

상상인



날짜	투자의견	목표주가	평균		최고/최저
			평균	최고/최저	
18.2.13	BUY	41,000			
18.1.23	BUY	30,000	-20.17%	-9.50%	

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 05월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.