

SK COMPANY Analysis



Analyst
김도하
dohakim@sk.com
02-3773-8876

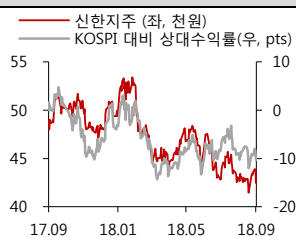
Company Data

자본금	2,645 십억원
발행주식수	47,420 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	20,130 십억원
주요주주	
국민연금공단	9.54%
BlackRock Fund Advisors(외13)	5.12%
외국인지분률	69.48%
배당수익률	2.94%

Stock Data

주가(18/09/05)	42,450 원
KOSPI	2,291.8 pt
52주 Beta	0.69
52주 최고가	53,400 원
52주 최저가	41,450 원
60일 평균 거래대금	41 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.4%	-1.6%
6개월	-6.0%	-2.5%
12개월	-13.3%	-11.8%

신한지주 (055550/KS | 매수(유지) | T.P 58,000 원(유지))

보험사 활용 방안 및 향후 자본정책의 명확한 제시 필요

오렌지라이프 지분 59.15%를 2.3 조원(주당 47,400 원)에 인수 결정. 동시에 2,000 억 원의 자사주 취득 계획을 공시. 인수 및 buyback 후 동사의 추가 출자한도는 1,870 억 원으로 감소할 전망이다. 인수 후 지배주주 순이익은 기존 대비 6% 증가하고, 자사주 매입으로 BPS도 1% 증가하겠으나, CET1 비율은 60~70bp 하락할 전망이다. 다소 높은 인수가격과 자본여력의 하락을 감안 시, 인수 후 오렌지라이프의 활용방안과 신한지주의 향후 자본정책에 대해 명확한 제시가 필요할 것으로 판단함

Fact: 오렌지라이프 지분 59.15%를 2.3 조원에 인수 결정

- 오렌지라이프 (구 ING생명) 지분 59.15%를 2.3 조원 (주당 47,400 원)에 인수 결정
- 2018년 9월 10일부터 1년 동안의 신탁계약을 통해 2,000 억원의 자사주 취득 결정

인수 시 출자한도 거의 소진, 증익 6% / 자사주 매입 시 BPS 1% 증가

- 이종래버리지비율 130% 기준 신한지주의 자회사 추가 출자한도는 2.7 조원 수준
- 오렌지라이프 인수 및 자사주 매입 이후, 추가 출자한도는 1,870 억원 수준으로 감소
- 온기 반영 시 신한지주의 2019년 지배주주 순이익 2,000 억원 초반 증가 전망 (기존 이익 추정치 대비 +6%). 단, 신종자본증권 발행 비용도 연간 483 억원 증가
- PBR 1 배 미만인 현 구간에서 자사주 매입 시 수정 BPS는 1% 증가할 것으로 추정
- 오렌지라이프 인수로 인한 RWA 증가 및 CET1 자본 공제, 자사주 매입 고려 시 CET1 비율은 60~70bp 하락 예상 (2Q18 말 CET1 13.0%)

신규 자회사 활용 방안 및 향후 자본정책의 명확한 제시가 필요할 전망이다

오렌지라이프의 경상이익 체력 (3,000 억원 중반)을 고려하면 인수가격은 PER 11.1 배, PBR 1.03 배로 peer valuation 대비 높은 수준이라고 판단. 다만 오렌지라이프의 양호한 재무상태를 감안 시 인수 자체는 긍정적이라고 판단. 높은 매각가격에 대한 정당성이 부여되기 위해서는 1) 오렌지라이프의 인수 효과가 그룹 이익의 단순 합 이상임을 증명할 시너지 전략 (ex. 합병을 통한 신한생명의 우회적 자본확충)과 신한지주의 향후 자본정책 (배당, 자사주, 자본확충 등)이 명확하게 제시될 필요가 있는 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
일반영업이익	십억원	8,486	8,778	9,156	10,168	10,647	11,219
YoY	%	5.8	3.4	4.3	11.0	4.7	5.4
순이자손익	십억원	6,693	7,205	7,843	8,489	8,937	9,454
판매관리비	십억원	4,475	4,509	4,811	4,735	4,972	5,220
충전영업이익	십억원	4,011	4,269	4,345	5,433	5,676	5,999
영업이익	십억원	2,973	3,109	3,829	4,632	4,749	4,935
YoY	%	12.0	4.6	23.2	21.0	2.5	3.9
세전이익	십억원	3,141	3,170	3,796	4,625	4,749	4,935
지배주주 순이익	십억원	2,367	2,775	2,918	3,327	3,422	3,556
YoY	%	13.7	17.2	5.2	14.0	2.9	3.9
EPS	원	4,992	5,851	6,153	7,088	7,291	7,577
BPS	원	65,035	65,605	69,210	76,324	81,811	87,123
PER	배	7.9	7.7	8.0	6.0	5.8	5.6
PBR	배	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
ROE	%	7.6	8.7	8.9	9.5	9.0	8.8
배당성향	%	24.0	24.8	23.6	23.3	23.3	23.1
배당수익률	%	3.0	3.2	2.9	3.9	4.0	4.1

오렌지라이프 인수 및 자사주 취득 영향 분석

Fact 오렌지라이프 인수 및 자사주 매입 결정 공시

- 신한지주는 오렌지라이프 (구 ING 생명)의 지분 59.15%를 총 2 조 2,989 억원 (주당 47,400 원)에 인수하기로 결정했으며, 동시에 신탁 계약을 통해 자사주 2,000 억원을 매입할 계획임을 공시 (신탁 계약기간 2018 년 9 월 10 일~2019 년 9 월 9 일). 이는 현재 신한지주 시가총액 대비 1%에 해당하는 규모

신한지주의 오렌지라이프 (구 ING 생명) 인수 관련 내용

항목	내용	단위
오렌지라이프의 총 발행주식수 (a)	82,000	천주
신한지주의 취득 주식수 (b)	48,500	천주
취득 지분율 (c=b/a)	59.15	%
취득금액 (d)	2,299	십억원
주당 취득단가 (e=d/a)	47,400	원
오렌지라이프의 12개월 forward BPS (SK증권 추정, f)	45,798	원
매수가치 (PBR) (g=e/f)	1.03	배
오렌지라이프의 12개월 forward EPS (SK증권 추정, h)	4,285	원
매수가치 (PER) (i=e/h)	11.1	배
Premium		
9/5일 증가 대비	38.6	%
인수 결정 언론보도 (8/14일) 이후의 평균 주가 대비	32.3	%
60일 평균 주가 대비	18.2	%

자료: 전자공시시스템 SK 증권

인수와 buyback 으로 인한 예상 변화는?

- 이중레버리지비율 130% 가정 시, 현재 신한지주의 추가 출자한도는 2 조 7,460 억원으로 추정됨 (자기자본은 2Q18 말 수치에 8 월 신종자본증권 발행 합산)

- 오렌지라이프 인수 및 자사주 매입 이후 잔여 출자한도는 1,870 억원 수준으로 감소하며, 이중레버리지비율은 129.1%로 예상됨

신한지주의 추가 출자한도 추정

항목	내용	단위
현재 자회사 출자총액 (a)	25,733	십억원
현재 자본총계 (b)	21,907	십억원
현재 추가 출자한도 (c=b*130%-a)	2,746	십억원
자사주 매입 후 자본총계 (d=b-200십억원)	21,707	십억원
자사주 매입 후 추가 출자한도 (e=d*130%-a)	2,486	십억원
자사주+오렌지라이프 인수 후 추가 출자한도	187	십억원
자사주+오렌지라이프 인수 후 이중레버리지비율	129.1	%

자료: 전자공시시스템 SK 증권

- SK 증권은 오렌지라이프의 경상적 당기순이익을 3,000 억원 중반대로 추정하고 있음. 이를 온기로 반영 시 신한지주의 2019 년 지배주주 순이익은 2,000 억원 초반대 증가할 전망 (기존 이익 추정치 대비 +6%). 단, 이번 인수를 위해 8 월 중 발행한 신종자본증권 9,400 억원에 대해 연간 이자비용(*)이 483 억원 증가한 상태

*신종자본증권 이자는 손익계산서에 반영되지 않고 배당과 같이 이익잉여금에서 차감됨

- SK 증권은 커버리지사의 수정 EPS 및 수정 ROE 산출 시, 순이익에서 신종자본증권 이자를 제거함. 자사주 매입 시 자기자본이 감소하나, 8 월 발행한 신종자본증권 이자가 이익에서 차감되면서 신한지주의 향후 3 개년 평균 ROE 추정치에는 변동이 없음

- PBR 1 배 미만인 현 구간에서 자사주 매입 시 수정 BPS 는 1% 증가할 전망

- 현행법상 은행지주회사 자본비율 산출 시 보험회사는 연결대상에서 제외됨. 다만 오렌지라이프 인수 시 신한지주의 보유 보험사 지분투자 규모가 보통주 (CET1) 자본의 10%를 초과하는데, 이 초과분은 CET1 자본의 공제항목에 해당함. 또한 10% 범위 내의 지분투자는 위험가중자산 (RWA)에 가산요인임. 이 두 가지를 신한지주의 2Q18 자본비율에 단순적용하면, 오렌지라이프 인수로 인해 CET1 비율이 기존 13.0%에서 12.3%로 하락할 전망. 여기에 자사주 매입에 따른 자본 차감 적용 시 9bp 의 추가 하락이 예상됨

신한지주의 자기자본비율 변화

항목	내용	단위
2Q18 보통주 (CET1) 자본	28,393	십억원
2Q18 위험가중자산 (Risk Weighted Assets)	218,057	십억원
2Q18 CET1 비율	13.0	%
인수 및 자사주 매입 후 보통주 (CET1) 자본	27,133	십억원
인수 및 자사주 매입 후 위험가중자산 (Risk Weighted Assets)	221,156	십억원
인수 및 자사주 매입 후 CET1 비율	12.3	%

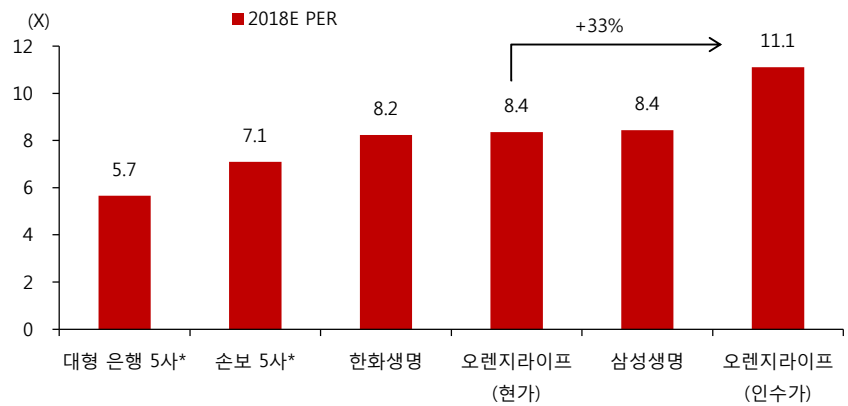
자료: SK 증권

신규 자회사 활용 방안 및 향후 자본정책의 명확한 제시 필요

- 오렌지라이프의 경상이익 수준을 고려하면 인수가격은 PER 11.1 배, PBR 1.03 배로, peer valuation 대비 높은 수준이라고 판단

- 이는 오렌지라이프의 높은 기대 배당수익률 (기존 연 6%대)에 대해 시장의 할증이 부여된 40,000 원 초반의 가격에서 경영권 프리미엄이 추가 반영되었기 때문인 것으로 판단

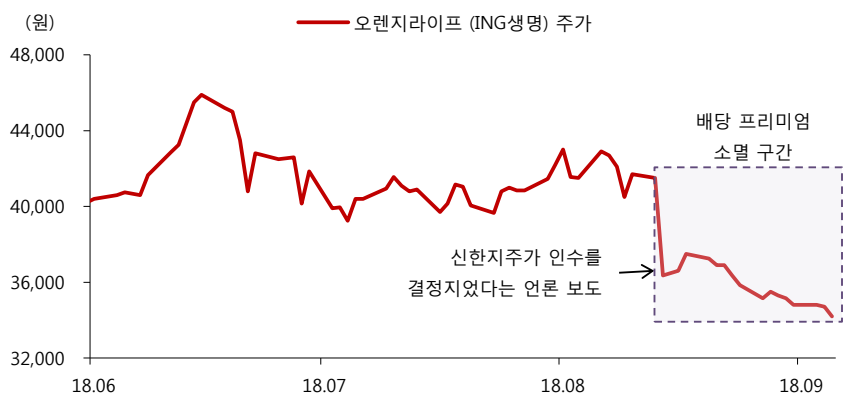
SK증권 커버리지사의 2018년 예상 PER과 비교



자료 SK증권

주: *대형 은행은 KB금융, 신한지주, 하나금융지주, 우리은행, 기업은행의 평균, 손보는 삼성화재, DB손보, 현대해상, 메리츠화재, 한화손보의 평균

인수 확정 언론 보도 이후 배당 프리미엄 소멸로 10% 이상 급락한 오렌지라이프 주가



자료 FnGuide, SK증권

- 오렌지라이프의 양호한 재무상태를 감안 시 인수 자체는 긍정적인 것으로 판단함. 단, 매각가격에 대한 정당성이 부여되기 위해서는 이하 두 가지에 대한 명확한 제시가 필요할 것으로 전망

(1) 오렌지라이프 인수를 통해 그룹이 얻을 수 있는 시너지 효과가 무엇인가?

PER 11 배의 인수가격이 높지 않음을 증명하기 위해서는, 신한지주가 이번 인수를 통해 얻을 수 있는 것이 이익의 단순 합 이상임을 보여줘야 할 것으로 판단. 오렌지라이프의 가장 큰 매력은 탁월한 자본여력에 있음. 다만 이는 그룹 자본비율에 연결대상이 아니라는 특징을 고려하면, 신한생명과의 합병을 통한 활용이 유효할 전망

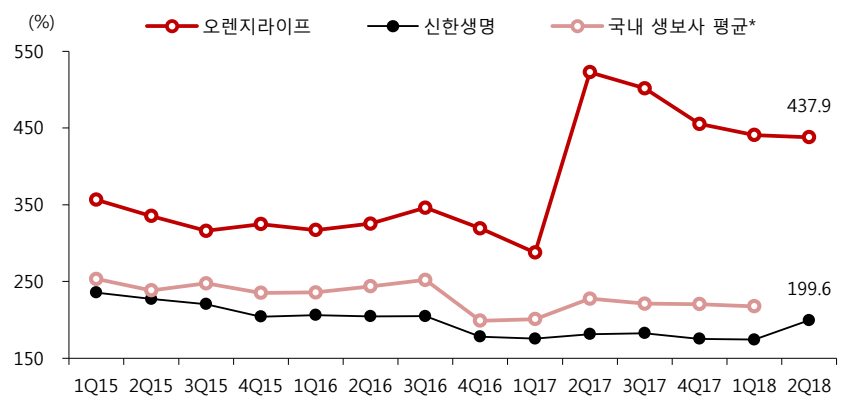
신한생명과 오렌지라이프 LAT (보험부채 적정성 평가) 결과 비교

(십억원)		신한생명	오렌지라이프	양사 단순 합산
금리확정형	유배당	(790)	106	(684)
	무배당	3,825	4,698	8,523
금리연동형	유배당	(49)	(228)	(277)
	무배당	2,975	1,070	4,044
변액보험		354	1,525	1,878
합계		6,314	7,170	13,484
				0
미상계 시 결손금 합계 (A)		(839)	(228)	(961)
자본 규모 (별도, B)		1,763	3,591	5,354
A/B *100 (%)		47.6	6.4	18.0

자료: 생명보험협회, SK 증권

주: 음수는 현행 준비금이 LAT 평가액보다 적은 결손상태, 양수는 현행 준비금이 LAT 평가액보다 많은 잉여상태를 의미

신한생명과 오렌지라이프의 RBC비율 비교



자료: 금융감독원 SK증권

주: *교보라이프플레닛 제외

(2) 향후 신한지주의 자본정책 계획은?

이번 인수를 통해 신한지주의 잔여 자회사 출자한도는 1,870 억원으로 감소하고, CET1 비율은 12% 초반으로 하락할 전망. 동사의 자본비율이 부족한 수준은 아니나, 필요 비율 대비 1%p 이상의 여유를 두고 CET1 비율 12% 이상 유지를 목표로 하고 있는 점과 향후 오렌지라이프의 완전자회사화를 위한 잔여 지분 인수 가능성을 고려하면 효율적인 자본정책이 필요하다는 판단. 또한 과거의 사례를 볼 때, 오렌지라이프의 잔여 지분 인수 시 포괄적 주식교환의 활용을 염두에 둔다면 추가적인 자사주 매입도 가능할 것으로 예상됨. 2021년부터 보험업권의 회계기준이 변경되며 이를 대비해 대부분의 생명보험사에 자본확충이 요구됨을 고려하면, 상기의 작업들은 향후 2년 내에 이루어져야 함

이 때 필요한 자본여력을 충분히 가져가기 위해 앞으로 발생하는 그룹의 이익을 배당과 유보, 자사주에 어떻게 배분할지의 계획은 신한지주 투자 판단에 주요한 변수가 될 것으로 예상됨

주요 지표의 변화에도 불구하고 신한지주에 대한 목표주가를 58,000 원으로 유지함. 자본 변화 고려 시 배당성향이 기존 예상 대비 하락할 수 있다는 판단으로 valuation discount 5%를 적용해 목표 PBR 은 하락했으나, 신종자본증권 발행 및 자사주 매입으로 예상 BPS가 증가함에 따라 변동이 발생하지 않았기 때문임

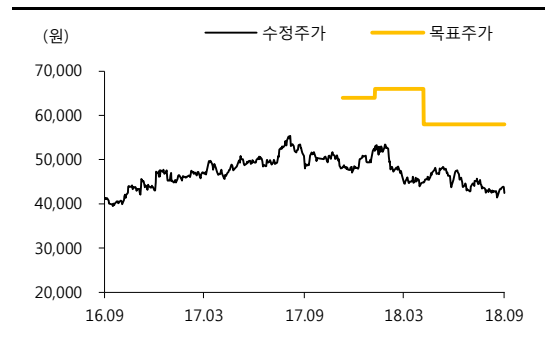
(*오렌지라이프 예상 이익의 편입은 신한지주 추정치에 반영하지 않았음)

신한지주 목표주가 산출식

항목	신한지주	비고
자기자본비용 (%)	11.5	(a): (b)+(c)*(d)
무위험수익률	2.1	(b): 국제 3년물 3개월 평균 금리
Risk Premium	9.9	(c): Market Risk Premium
Beta (β)	1.0	(d): 신한지주의 1년 기준 beta
Average ROE (%)	9.0	(e): 신한지주의 2017~2019년 수정 ROE 전망치 평균
영구성장률 (%)	1.0	(f)
이론적 PBR (X)	0.76	(g): (e-f)/(a-f)
할증률 (할인율, %)	(5.0)	(h): Valuation premium (discount) 부여
목표 PBR (X)	0.72	(i): (g)*(h)
수정 BPS (원)	80,476	(j): 신한지주의 12개월 forward 수정 BPS
목표주가 (원)	58,000	(k): (i)*(j)
현주가 (9/5, 원)	42,450	
상승여력 (%)	36.6	

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.09.06	매수	58,000원	6개월		
2018.07.25	매수	58,000원	6개월	-22.50%	-16.55%
2018.07.04	매수	58,000원	6개월	-21.12%	-16.55%
2018.04.22	매수	58,000원	6개월	-20.50%	-16.55%
2018.04.13	매수	58,000원	6개월	-21.24%	-20.52%
2018.02.08	매수	66,000원	6개월	-27.57%	-19.09%
2018.01.15	매수	66,000원	6개월	-20.82%	-19.09%
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 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 9월 6일 기준)

매수	92.97%	중립	7.03%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
현금및예치금	19,429	22,858	24,230	25,240	26,376
유가증권	87,686	99,593	105,569	111,903	118,617
대출채권	261,004	277,489	292,758	304,965	318,682
대손충당금	2,361	2,311	2,624	2,235	1,788
유형자산	5,026	4,937	5,234	5,452	5,697
무형자산	4,227	4,272	4,528	4,717	4,929
기타자산	20,670	19,467	22,201	20,696	19,398
자산총계	395,680	426,306	451,895	470,737	491,911
예수부채	235,624	249,854	264,335	277,161	291,331
차입부채	69,621	78,927	86,186	89,396	92,950
차입금	25,076	27,209	32,917	33,996	35,334
사채	44,545	51,718	53,270	55,401	57,617
기타금융업부채	25,377	27,729	29,610	31,062	32,713
기타부채	33,314	36,093	35,183	33,907	33,160
부채총계	363,935	392,603	415,314	431,527	450,154
지배주주지분	31,110	32,819	35,822	38,397	40,890
자본금	2,645	2,645	2,645	2,645	2,645
신종자본증권	498	424	1,513	1,513	1,313
자본잉여금	9,887	9,887	9,887	9,887	9,887
기타자본	-458	-398	-597	-597	-597
자기주식	0	0	-200	-200	-200
기타포괄손익누계액	-103	-530	-755	-755	-755
이익잉여금	18,640	20,791	23,128	25,704	28,397
비지배주주지분	635	883	759	814	866
자본총계	31,745	33,703	36,581	39,211	41,757
부채및자본총계	395,680	426,306	451,895	470,737	491,911

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
대출채권	5.1	6.3	5.5	4.2	4.5
총자산	6.8	7.7	6.0	4.2	4.5
예수부채	8.0	6.0	5.8	4.9	5.1
차입부채	10.6	13.4	9.2	3.7	4.0
총부채	7.4	7.9	5.8	3.9	4.3
총자본	-0.2	6.2	8.5	7.2	6.5
일반영업이익	3.4	4.3	11.0	4.7	5.4
순이자손익	7.7	8.8	8.2	5.3	5.8
판매관리비	0.7	6.7	-1.6	5.0	5.0
충전영업이익	6.4	1.8	25.0	4.5	5.7
영업이익	4.6	23.2	21.0	2.5	3.9
세전이익	1.0	19.7	21.8	2.7	3.9
지배주주순이익	17.2	5.2	14.0	2.9	3.9

자료: SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
일반영업이익	8,778	9,156	10,168	10,647	11,219
순이자손익	7,205	7,843	8,489	8,937	9,454
이자수익	11,236	11,799	13,346	14,350	15,390
이자비용	4,031	3,956	4,857	5,412	5,936
순수수료손익	1,566	1,711	1,956	1,992	2,052
수수료수익	3,804	4,045	4,352	4,460	0
수수료비용	2,238	2,334	2,395	2,467	0
금융상품관련손익	741	372	434	429	424
기타영업이익	-735	-770	-711	-711	-711
판매관리비	4,509	4,811	4,735	4,972	5,220
충전영업이익	4,269	4,345	5,433	5,676	5,999
대손충당금전입액	1,160	516	801	927	1,064
영업이익	3,109	3,829	4,632	4,749	4,935
영업외이익	62	-32	-7	0	0
세전이익	3,170	3,796	4,625	4,749	4,935
법인세비용	346	848	1,265	1,296	1,347
당기순이익	2,825	2,948	3,360	3,453	3,588
지배주주지분당기순이익	2,775	2,918	3,327	3,422	3,556

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
예대금리차	2.02	2.06	2.11	2.13	2.15
판매비용률	51.4	52.5	46.6	46.7	46.5
대손비용률	0.48	0.20	0.30	0.33	0.36
수익성 (%)					
ROE	8.7	8.9	9.5	9.0	8.8
ROA	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	5,851	6,153	7,088	7,291	7,577
수정 EPS	5,721	6,089	6,914	7,020	7,333
보통주 BPS	65,605	69,210	76,324	81,811	87,123
수정 BPS	65,605	69,210	76,324	81,811	87,123
보통주 DPS	1,450	1,450	1,650	1,700	1,750
기타 지표					
보통주 PER (X)	7.7	8.0	6.0	5.8	5.6
수정 PER (X)	7.9	8.1	6.1	6.0	5.8
보통주 PBR (X)	0.69	0.71	0.56	0.52	0.49
수정 PBR (X)	0.69	0.71	0.56	0.52	0.49
배당성장률 (%)	24.8	23.6	23.3	23.3	23.1
보통주 배당수익률 (%)	3.2	2.9	3.9	4.0	4.1