

SK COMPANY Analysis



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

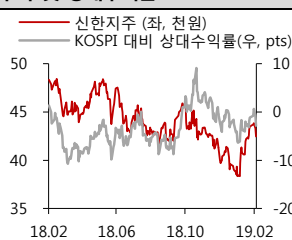
Company Data

자본금	2,645 십억원
발행주식수	47,420 만주
자사주	395 만주
액면가	5,000 원
시가총액	20,130 십억원
주요주주	
국민연금공단	9.38%
BlackRock Fund Advisors(외13)	6.12%
외국인지분율	67.32%
배당수익률	2.94%

Stock Data

주가(19/02/12)	42,450 원
KOSPI	2,190.5 pt
52주 Beta	0.62
52주 최고가	48,450 원
52주 최저가	38,350 원
60일 평균 거래대금	46 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.4%	4.9%
6개월	-1.5%	2.5%
12개월	-12.2%	-4.0%

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

비은행 인수와 전환우선주 발행, 종합해 고려하면 '괜찮은 달'

신한지주는 전환우선주 1,748 만주(기존 주식수의 3.7%) 발행 결정. 주주 가치 희석은 불가피하나 이를 활용한 오렌지라이프 인수 영향을 동시에 고려할 필요. CPS 발행으로 인한 BPS 1.5% 감소와 오렌지 인수에 따른 ROE 0.6%p 상승으로 목표주가 영향은 미미. 자본비를 하락으로 배당성향 화귀(23.6%)를 가정해도 DPS 는 증가, 기대 배당수익률은 상승하므로 주주에게는 괜찮은 달이라는 판단. 신한지주를 업종 내 차선호주로 제시함

전환우선주 1,748 만주 발행 → 주주 가치 희석과 자본여력 확대의 공존

신한지주는 전환우선주 (CPS) 1,748 만주 발행을 공시. 이는 기존 발행주식수의 3.7%에 해당하며 7,500 억원의 자본 확충이 기대됨. 발행 1년 후부터 전환 가능하나 보수적 접근으로 전망 보통주 증가를 가정했으며, 이에 따른 주주 가치 희석은 불가피. 다만 이는 M&A 자금 및 인수에 활용될 수 있는 자사주 매입으로 이어질 수 있다는 점을 함께 고려해야 함. 결국 오렌지라이프 인수에 따른 영향을 동시에 고려한 가치 평가가 필요

오렌지라이프 인수에 따른 증익, '19년 +2,000 억원, '20년 +3,800 억원 가정

SK 증권은 오렌지라이프의 연간 이익을 2019년 3,636 억원, 2020년 3,817 억원으로 추정. 이때 신한지주의 지배주주 순이익에 미치는 영향은 각각 2,000 억원, 3,054 억원임. (∵ 2020년 중 완전자회사 편입 가정). 이 경우 BPS는 2019년과 2020년 1.5%, 1.6% 감소하나 ROE는 0.6%p, 0.7%p 상승해 목표주가에 미치는 영향은 미미한 것으로 판단

자본비율 하락으로 배당성향 확대는 어렵다는 가정, 그래도 DPS 는 증가한다.

오렌지라이프를 완전자회사할 경우, CPS를 고려해도 동사의 BIS비율은 74bp, CET1비율은 108bp 하락할 것으로 추정 (시간경과에 따른 RWA 및 이익잉여금 증가 미반영). 자본비율 관리를 위해 배당성향은 2017년 수준을 유지한다고 가정해도 이익 증가에 따라 DPS는 증가하며, 기대 배당수익률은 2019년 4.2%, 2020년 4.5%로 상승할 전망. 결국 CPS 발행과 비은행 인수는 함께 고려하면 주주 입장에서 '괜찮은 달'이었다는 판단임. 신한지주에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 58,000원을 유지하며 업종 내 차선호주로 제시함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	이변 전환우선주 발행 및 오렌지라이프 인수 영향 반영					
		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
일반영업이익	십억원	8,486	8,778	9,156	9,988	11,426	11,973
YoY	%	5.8	3.4	4.3	9.1	14.4	4.8
순이자손익	십억원	6,693	7,205	7,843	8,580	10,084	10,556
판매관리비	십억원	4,475	4,509	4,811	4,742	5,245	5,503
충전영업이익	십억원	4,011	4,269	4,345	5,247	6,181	6,470
영업이익	십억원	2,973	3,109	3,829	4,499	5,229	5,426
YoY	%	12.0	4.6	23.2	17.5	16.2	3.8
세전이익	십억원	3,141	3,170	3,796	4,467	5,229	5,426
지배주주 순이익	십억원	2,367	2,775	2,918	3,157	3,595	3,825
YoY	%	13.7	17.2	5.2	8.2	13.9	6.4
EPS	원	4,992	5,851	6,153	6,694	7,332	7,806
BPS	원	65,035	65,605	69,210	75,598	80,294	86,177
PER	배	7.9	7.7	8.0	5.9	5.8	5.4
PBR	배	0.6	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE	%	7.6	8.7	9.1	9.2	9.6	9.5
배당성향	%	24.0	24.8	23.6	23.9	23.5	23.5
배당수익률	%	3.0	3.2	2.9	4.0	4.2	4.5

신한지주의 전환우선주 발행 내용

항목	단위	내용
기존 발행주식수	보통주	천주 474,200
	기타주식	천주 -
신규 발행주식수	보통주	천주 -
	기타주식	천주 17,482
전체 주식수 대비	%	3.7
발행가액	원	42,900 (할인율 0%)
총 발행규모	십억원	750
증자방식		제3자배정 (IMM PE)
전환조건		발행일 +1년~+4년 내 보통주 전환 가능 4년 후에는 자동 전환 (전환비율 1:1)
이익배당		발행가액의 4.0%
신주권 교부예정일		2019.05.10

자료: 전자공시시스템 SK 증권

전환우선주 발행과 오렌지라이프 인수를 함께 고려한 투자지표 변동

항목	2019E	2020E
반영 후 EPS (원)	7,181	7,650
반영 후 BPS (원)	80,294	86,177
반영 후 ROE (%)	9.6	9.5
기존 EPS (원)	6,998	7,265
기존 BPS (원)	81,499	87,593
기존 ROE (%)	9.1	8.8
EPS 변화율 (%)	2.6	5.3
BPS 변화율 (%)	(1.5)	(1.6)
ROE 변동폭 (%p)	0.6	0.7

자료: SK 증권

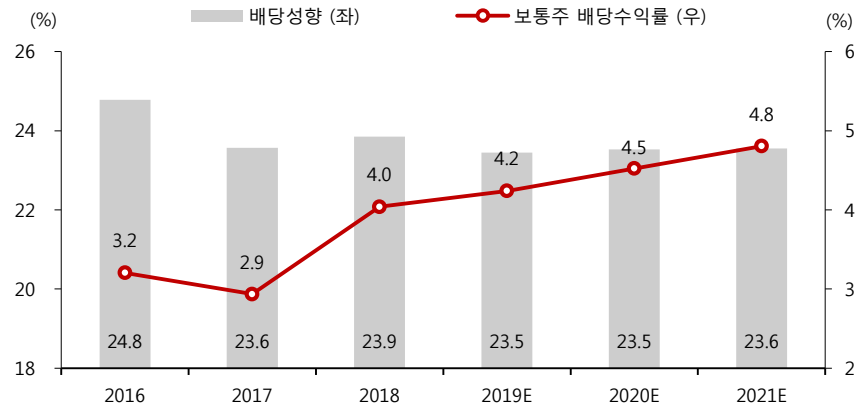
신한지주의 자본비율 변화 추정

항목	4Q18	▶ 오렌지 59% 인수	▶ CPS 발행	▶ 오렌지 잔여지분 인수
BIS 자본 (십억원)	30,693	29,665	30,415	29,415
CET1 자본 (십억원)	28,710	27,612	27,612	26,612
위험가중자산 (RWA, 십억원)	228,623	231,801	231,801	231,801
BIS 비율 (%)	13.4	12.8	13.1	12.7
CET1 비율 (%)	12.6	11.9	11.9	11.5

자료: SK 증권

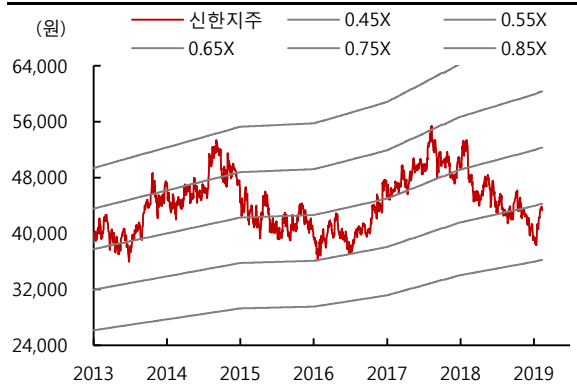
주: 시간 경과에 따른 RWA 성장 및 이익잉여금 증가 등은 고려하지 않음

신한지주의 배당지표 추이 및 전망



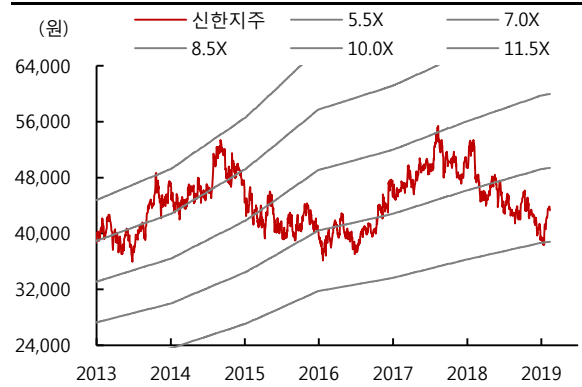
자료: 신한지주, SK 증권

신한지주의 12개월 forward PBR Band chart



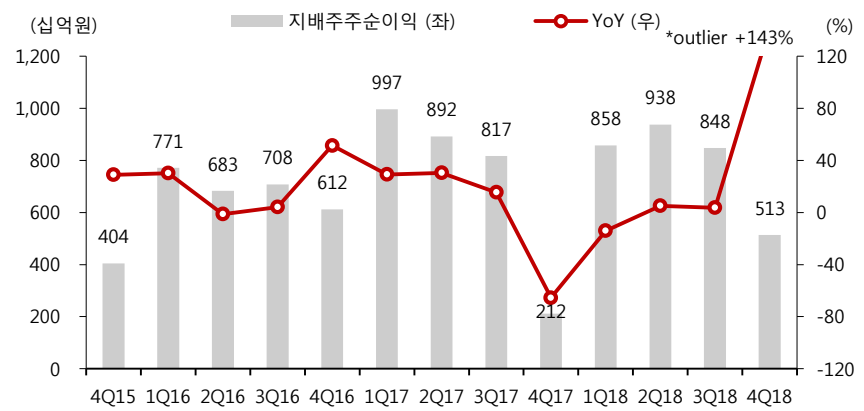
자료: SK 증권

신한지주의 12개월 forward PER Band chart



자료: SK 증권

신한지주의 분기별 지배주주 순이익



자료: 신한지주, SK 증권

신한지주 4Q18 주요 실적 요약

(단위: 십억원)	4Q18	4Q17	YoY (%)	3Q18	QoQ (%)	4Q18E	diff. (%)	컨센서스	diff. (%)
일반영업이익	2,466.6	2,308.3	6.9	2,436.6	1.2	2,497.4	-1.2	n/a	n/a
영업이익	856.9	335.4	155.5	1,132.6	-24.3	748.9	14.4	703.3	21.8
세전이익	797.6	220.5	261.8	1,166.3	-31.6	748.9	6.5	711.3	12.1
지배 순이익	513.3	211.5	142.7	847.8	-39.5	538.2	-4.6	511.4	0.4

자료: 신한지주, FnGuide, SK 증권

신한지주 분기별 주요 실적 추이

(단위: 십억원)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	QoQ (%)	YoY (%)	2017	2018	YoY (%)
GROUP										
핵심영업이익*	2,504	2,541	2,634	2,651	2,692	1.5	7.5	9,554	10,519	10.1
일반영업이익	2,308	2,443	2,634	2,437	2,467	1.2	6.9	9,184	9,981	8.7
순이자이익	2,072	2,059	2,122	2,172	2,228	2.6	7.5	7,843	8,581	9.4
수수료이익	432	483	512	479	464	-3.3	7.4	1,711	1,938	13.3
그외영업이익	-196	-98	-0	-215	-225	적지	적지	-370	-538	적지
판매관리비	1,587	1,087	1,126	1,089	1,439	32.1	-9.4	4,811	4,742	-1.4
판매비용 (%)	68.8	44.5	42.8	44.7	58.3	13.6	-10.4	52.4	47.5	-4.9
충전영업이익	721	1,356	1,508	1,347	1,028	-23.7	42.6	4,373	5,239	19.8
충당금 전입액	385	179	223	215	220	2.4	-42.9	544	837	53.8
대손비용률 (%)	0.59	0.27	0.33	0.31	0.31	0.00	-0.28	0.21	0.30	0.09
영업이익	335	1,177	1,334	1,133	857	-24.3	155.5	3,829	4,501	17.5
영업외이익	-115	14	-25	34	-59	적전	적지	-32	-37	적지
세전이익	220	1,191	1,309	1,166	798	-31.6	261.8	3,680	4,463	21.3
법인세비용	10	322	361	309	274	-11.3	2,699.8	848	1,265	49.2
당기순이익	211	869	948	857	524	-38.9	148.6	2,948	3,198	8.5
지배주주 순이익	212	858	938	848	513	-39.5	142.7	2,918	3,157	8.2
MAIN BANK										
일반영업이익	1,386	1,573	1,665	1,605	1,626	1.3	17.3	5,783	6,469	11.9
순이자이익	1,344	1,335	1,379	1,415	1,457	3.0	8.4	4,992	5,586	11.9
수수료이익	254	259	271	249	258	3.4	1.3	991	1,037	4.6
그외영업이익	-212	-21	15	-60	-89	적지	적지	-200	-154	적지
판매관리비	1,083	676	719	697	970	39.1	-10.5	3,118	3,062	-1.8
충전영업이익	303	898	945	908	656	-27.7	116.4	2,665	3,407	27.8
충당금 전입액	220	87	35	55	66	20.6	-70.0	460	242	-47.4
영업이익	84	811	910	853	590	-30.8	606.4	2,204	3,165	43.6
당기순이익	15	601	671	645	363	-43.8	2,290.7	1,711	2,279	33.2
KEY FACTORS										
원화대출금	195,497	197,409	201,294	205,188	209,568	2.1	7.2	195,497	209,568	7.2
지주 NIM (%)	2.06	2.10	2.11	2.10	2.08	-0.02	0.01	2.06	2.10	0.04
은행 NIM (%)	1.58	1.61	1.63	1.62	1.61	-0.01	0.03	1.56	1.62	0.06
NPL 비율 (%)	0.62	0.64	0.59	0.55	0.53	-0.03	-0.09	0.62	0.53	-0.09
NPL coverage 비율 (%)	132.5	163.4	164.7	169.9	170.3	0.4	37.8	132.5	170.3	37.8
지주 BIS 비율 (%)	14.8	14.9	14.9	15.3	14.9	-0.4	0.1	14.8	14.9	0.1
지주 CET1 비율 (%)	12.9	13.1	13.0	13.0	12.6	-0.4	-0.3	12.9	12.6	-0.3

자료: 신한지주, SK증권

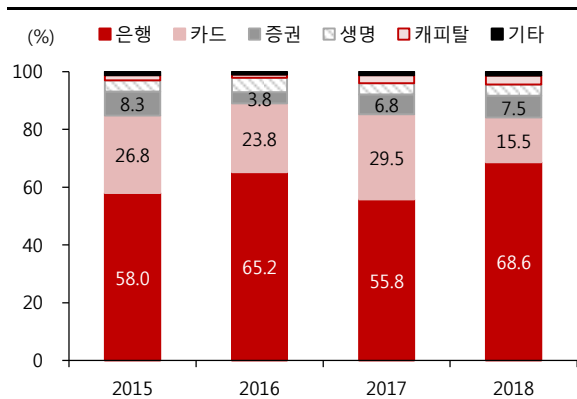
주: *순이자이익+수수료이익

신한지주의 은행 원화대출금 현황

(단위: 십억원)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	구성비 (%)	QoQ (%)	YTD (%)
원화대출금	195,497	197,409	201,294	205,188	209,568	100.0	2.1	7.2
가계	98,877	100,115	101,720	103,160	106,304	50.7	3.0	7.5
주택담보	66,145	67,306	67,879	68,375	70,332	33.6	2.9	6.3
가계기타	32,732	32,810	33,840	34,785	35,972	17.2	3.4	9.9
기업	96,620	97,294	99,574	102,028	103,264	49.3	1.2	6.9
중소기업	78,556	79,674	82,217	83,971	84,972	40.5	1.2	8.2
SOHO	38,610	39,398	41,005	41,897	42,664	20.4	1.8	10.5
대기업	18,064	17,620	17,357	18,058	18,292	8.7	1.3	1.3

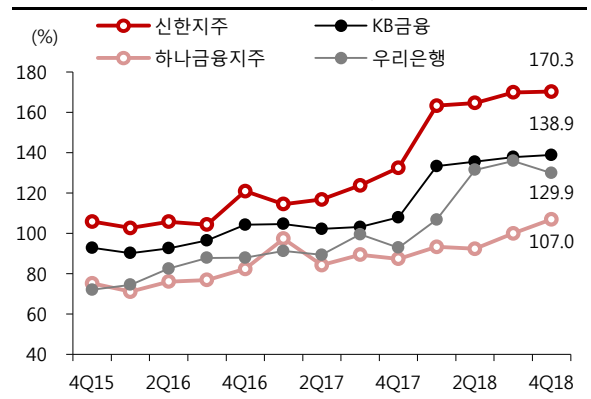
자료: 신한지주, SK 증권

신한지주의 계열사별 이익 기여도



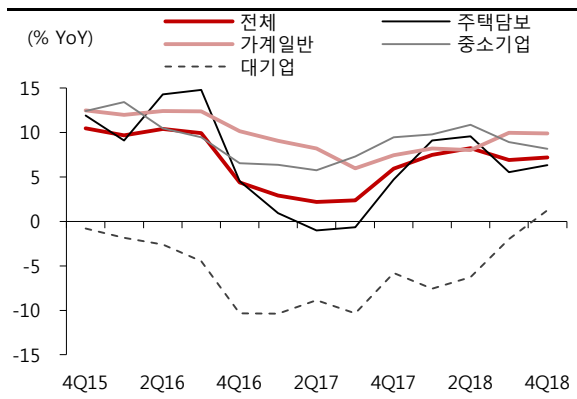
자료: 신한지주, SK 증권

주요 상장 은행지주 및 은행별 NPL Coverage ratio



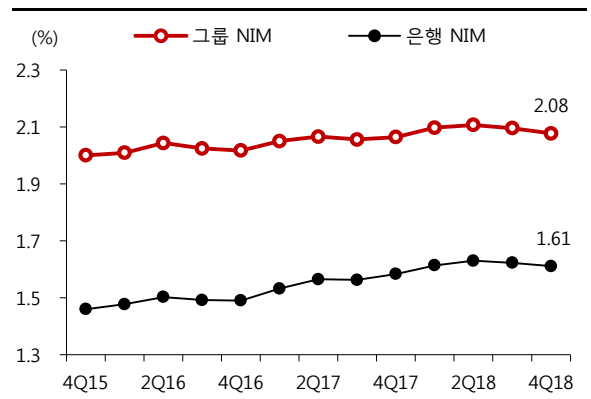
자료: 각 사, SK 증권

신한지주의 은행 원화대출 성장률



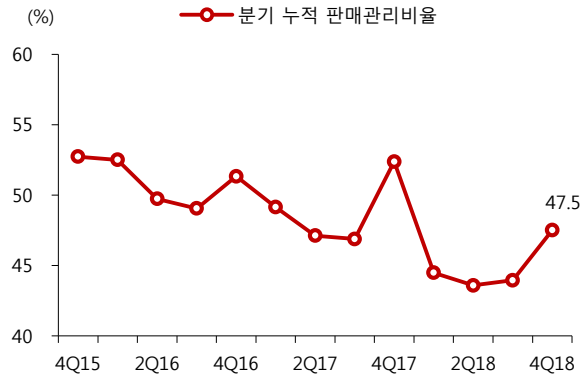
자료: 신한지주, SK 증권

신한지주의 순이자마진



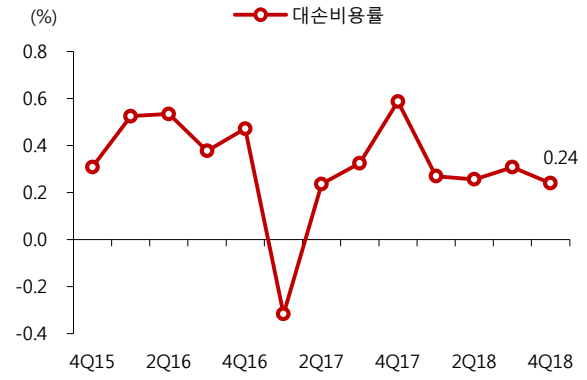
자료: 신한지주, SK 증권

신한지주의 판매관리비용률



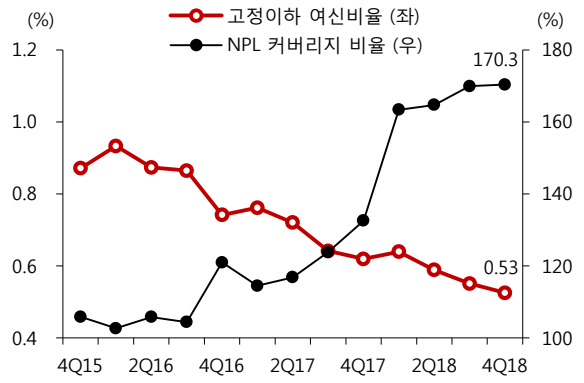
자료: 신한지주, SK 증권

신한지주의 대손비용률



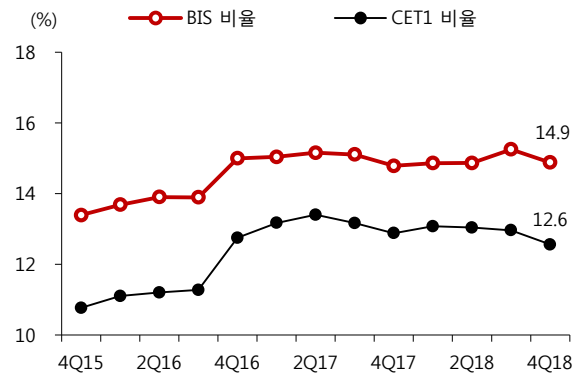
자료: 신한지주, SK 증권

신한지주의 고정이하여신비율 및 NPL Coverage 비율



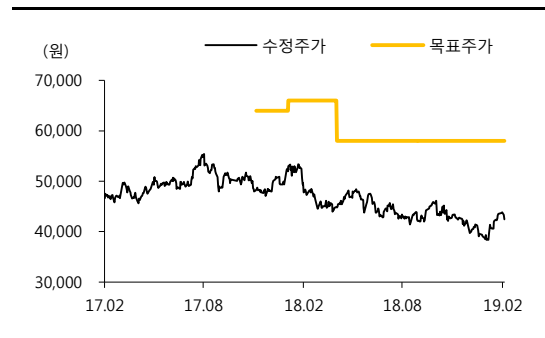
자료: 신한지주, SK 증권

신한지주의 BIS 자기자본비율



자료: 신한지주, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2019.02.13	매수	58,000원	6개월		
2019.01.14	매수	58,000원	6개월	-24.94%	-16.55%
2018.10.25	매수	58,000원	6개월	-24.63%	-16.55%
2018.10.05	매수	58,000원	6개월	-23.00%	-16.55%
2018.09.06	매수	58,000원	6개월	-22.94%	-16.55%
2018.07.25	매수	58,000원	6개월	-22.54%	-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 (2019년 2월 13일 기준)

매수	90.77%	중립	9.23%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

*오렌지라이프 인수 후 추정 재무제표 (2020년 하반기 완전자회사 가정)

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
현금및예치금	19,429	22,858	21,199	20,786	20,737
유가증권	87,686	99,593	105,569	136,166	144,374
대출채권	261,004	277,489	303,140	318,565	331,735
대손충당금	2,361	2,311	2,762	2,729	2,693
유형자산	5,026	4,937	3,098	3,259	3,393
무형자산	4,227	4,272	4,304	4,528	4,714
기타자산	20,232	19,467	24,772	34,819	33,762
자산총계	395,680	426,306	459,320	515,393	536,022
예수부채	235,624	249,854	265,385	280,980	294,496
차입부채	69,621	78,927	93,080	97,528	101,153
차입금	25,076	27,209	39,810	42,127	43,536
사채	44,545	51,718	53,270	55,401	57,617
기타금융업부채	25,377	27,729	30,140	56,373	59,407
기타부채	33,314	36,093	34,219	39,046	37,465
부채총계	363,935	392,603	422,824	473,927	492,521
지배주주지분	31,110	32,819	35,573	39,041	41,902
자본금	2,645	2,645	2,645	2,732	2,732
신종자본증권	498	424	1,532	1,532	1,732
자본잉여금	9,887	9,887	9,887	10,550	10,550
기타자본	-458	-398	-553	-621	-621
자기주식	0	0	-132	-200	-200
기타포괄손익누계액	-103	-530	-746	-746	-746
이익잉여금	18,640	20,791	22,807	25,594	28,254
비지배주주지분	635	883	922	2,425	1,599
자본총계	31,745	33,703	36,495	41,466	43,502
부채및자본총계	395,680	426,306	459,320	515,393	536,022

성장률

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
대출채권	5.1	6.3	9.2	5.1	4.1
총자산	6.8	7.7	7.7	12.2	4.0
예수부채	8.0	6.0	6.2	5.9	4.8
차입부채	10.6	13.4	17.9	4.8	3.7
총부채	7.4	7.9	7.7	12.1	3.9
총자본	-0.2	6.2	8.3	13.6	4.9
일반영업이익	3.4	4.3	9.1	14.4	4.8
순이자손익	7.7	8.8	9.4	17.5	4.7
판매관리비	0.7	6.7	-1.4	10.6	4.9
충전영업이익	6.4	1.8	20.8	17.8	4.7
영업이익	4.6	23.2	17.5	16.2	3.8
세전이익	1.0	19.7	17.7	17.1	3.8
지배주주순이익	17.2	5.2	8.2	13.9	6.4

자료: SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
일반영업이익	8,778	9,156	9,988	11,426	11,973
순이자손익	7,205	7,843	8,580	10,084	10,556
이자수익	11,236	11,799	13,545	16,846	17,847
이자비용	4,031	3,956	4,965	6,762	7,291
순수수료손익	1,566	1,711	1,940	1,982	2,086
수수료수익	3,804	4,045	4,387	4,496	4,676
수수료비용	2,238	2,334	2,448	2,515	2,590
금융상품관련손익	741	372	339	220	212
기타영업이익	-735	-770	-869	-859	-880
판매관리비	4,509	4,811	4,742	5,245	5,503
충전영업이익	4,269	4,345	5,247	6,181	6,470
대손충당금전입액	1,160	516	747	952	1,044
영업이익	3,109	3,829	4,499	5,229	5,426
영업외이익	62	-32	-33	0	0
세전이익	3,170	3,796	4,467	5,229	5,426
법인세비용	346	848	1,268	1,428	1,481
당기순이익	2,825	2,948	3,198	3,801	3,945
지배주주지분당기순이익	2,775	2,918	3,157	3,595	3,825

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업지표 (%)					
순이자마진율	2.02	2.06	2.10	2.08	2.08
판매비용률	51.4	52.5	47.5	45.9	46.0
대손비용률	0.48	0.20	0.27	0.32	0.34
수익성 (%)					
ROE	8.7	9.1	9.2	9.6	9.5
ROA	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
주당 지표 (원)					
보통주 EPS	5,851	6,153	6,694	7,332	7,806
수정 EPS	5,721	6,117	6,595	7,181	7,650
보통주 BPS	65,605	69,210	75,598	80,294	86,177
수정 BPS	65,605	69,210	75,598	80,294	86,177
보통주 DPS	1,450	1,450	1,600	1,800	1,920
기타 지표					
보통주 PER (X)	7.7	8.0	5.9	5.8	5.4
수정 PER (X)	7.9	8.1	6.0	5.9	5.5
보통주 PBR (X)	0.69	0.71	0.52	0.53	0.49
수정 PBR (X)	0.69	0.71	0.52	0.53	0.49
배당성향 (%)	24.8	23.6	23.9	23.5	23.5
보통주 배당수익률 (%)	3.2	2.9	4.0	4.2	4.5