SK COMPANY Analysis

SK securities

신한지주 (055550/KS | 매수(유지) | T.P 42,000 원(유지))

배당 감축과 악재의 기반영

4Q20 지배주주순이익은 4,640 억원으로 컨센서스 (5,690 억원)를 하회했지만, 컨센서스가 4Q 의 부실처리 비용을 감안하지 못한 것으로 판단. 이자자산 증가, 비이자이익 개선 등을 감안하여 2021 년 순이익 추정치 3 조 6,940 억원으로 5.5% 상향조정. 장기 배당에 대한 눈높이는 낮아졌지만 이익 예상치가 높아져, 기존의 목표주가 42,000 원과 '매수' 의견유지

일시적인 부실처리 비용처리 등으로 4Q 순이익 전년동기대비 -8.5%

4Q20 지배주주순이익은 4,640 억원으로 시장 컨센서스 (5,690 억원)를 하회했다. 하지만 이는 컨센서스가 부실처리 등 계절적 요인을 감안하지 못한 것으로 보인다. 참고로 SK 증권의 추정치는 4,130 억원이었다. 신한지주는 4Q 에 라임펀드 관련 손실을 1,800 억원 이상 추가로 반영했다.

2021 년 순이익 추정치 3 조 6,940 억원으로 5.5% 상향조정

순이자마진은 줄었으나(-2bps) 자산 증가로 이자이익이 늘었으며, COVID 여파를 대비한 충당금도 추가 적립 (1,873 억원)했다. 증시 호조세로 비이자이익은 크게 개선되었으며, 전반적으로 수익은 양호했다. 희망퇴직비용은 평년보다 소폭 감소했는데, 전체 실적에는 큰 영향을 주지 않았다. 종합적인 측면을 고려하여 2021 년 순이익 추정치를 3 조 6,940 억원으로 5.5% 상향조정한다.

장기 배당 눈높이는 낮춰 잡았지만 이익 기대치 높아져 기존 목표주가 유지

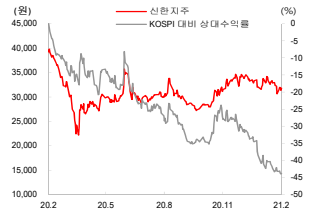
아직 배당금을 공시하지 않았지만, 감독 당국의 배당 자제권고를 따를 가능성이 높아 배당금에 대한 기대감을 낮춰 잡을 필요가 있다. 전체적인 밸류에이션을 소폭 낮췄지만, 수익추정치 상향조정을 감안해 기존의 목표주가 42,000 원을 유지한다. 배당 감축이라는 악재는 어느 정도 주가 약세 과정에 반영된 것으로 보여, '매수' 의견을 유지한다.

Analyst
구경회
kh.koo@sks.co.kr
02-3773-9083

Company Data	
자본금	29,693 억원
발행주식수	53,408 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	169,961 억원
주요주주	
국민연금공단	9.81%
BlackRock(외13)	5.63%
외국인지분률	58.30%
배당수익률	5.80%

Stock Data	
주가(21/02/08)	32,900 원
KOSPI	3091.24 pt
52주 Beta	1.12
52주 최고가	39,800 원
52주 최저가	22,200 원
60일 평균 거래대금	1,061 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.9%	-5.1%
6개월	6.0%	-21.5%
12개월	-19.0%	-43.8%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
총영업이익	십억원	9,655	9,984	11,164	11,533	12,344	12,700
YoY	*%*	*9.6*	*3.4*	*11.8*	*3.3*	*7.0*	*2.9*
영업이익	십억원	3,830	4,494	5,049	4,930	5,347	5,531
YoY	*%*	*-5.0*	*17.3*	*12.3*	*-2.4*	*8.5*	*3.4*
지배주주순이익	십억원	2,919	3,157	3,403	3,415	3,694	3,836
YoY	*%*	*144.1*	*8.2*	*7.8*	*0.3*	*8.2*	*3.8*
영업이익/총영업이익	%	39.7	45.0	45.2	42.7	43.3	43.6
총영업이익/자산	%	2.3	2.3	2.2	2.0	2.0	2.0
수정ROE	%	9.6	9.8	9.8	8.9	8.8	8.5
ROA	%	0.72	0.72	0.72	0.60	0.61	0.60
배당성향	%	23.6	24.0	25.8	20.4	23.8	24.9
수정EPS	원	6,155	6,657	7,177	6,611	7,151	7,426
BPS	원	65,975	70,095	75,922	78,298	84,262	90,163
주당배당금	원	1,450	1,600	1,850	1,350	1,700	1,850
수정PER	배	8.0	6.8	6.0	4.8	4.6	4.4
PBR	배	0.74	0.64	0.57	0.41	0.39	0.36
배당수익률	%	3.0	3.5	4.3	4.3	5.2	5.6

Analyst 구경회 kh.koo@sks.co.kr / 02-3773-9083

2020 년 4 분기 신한지주 연결실적 요약

(십억원)	4Q20 실적			전년동기실적	
	잠정치	SK 추정치	컨센서스	4Q19	YoY
총영업이익	2,776	2,494	-	2,605	6.6
이자이익	2,110	2,104	-	2,073	1.8
비이자이익	666	390	-	532	25.1
판관비	1,487	1,542	-	1,504	-1.1
대손비용	340	311	-	189	79.7
세전이익	685	641	876	759	-9.7
지배주주순이익	464	413	569	508	-8.5

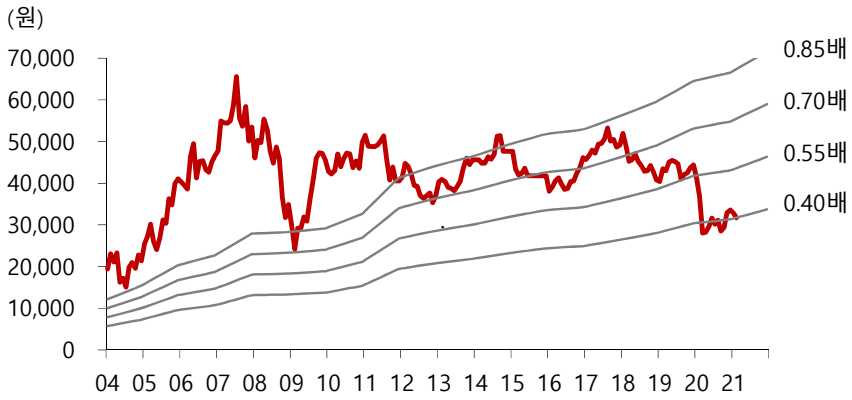
자료: 신한지주, SK 증권

신한지주에 대한 실적 추정치 변경 내용

(십억원)	변경된 추정치		기존 추정치		시장 컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
총영업이익	12,344	12,700	11,661	12,376	-	-
영업이익	5,347	5,531	4,943	5,420	5,067	5,384
지배주주순이익	3,694	3,836	3,501	3,830	3,671	3,877
수정 ROE(%)	8.8	8.5	8.1	8.4	-	-
주당배당금(원)	1,700	1,850	1,850	2,000	-	-

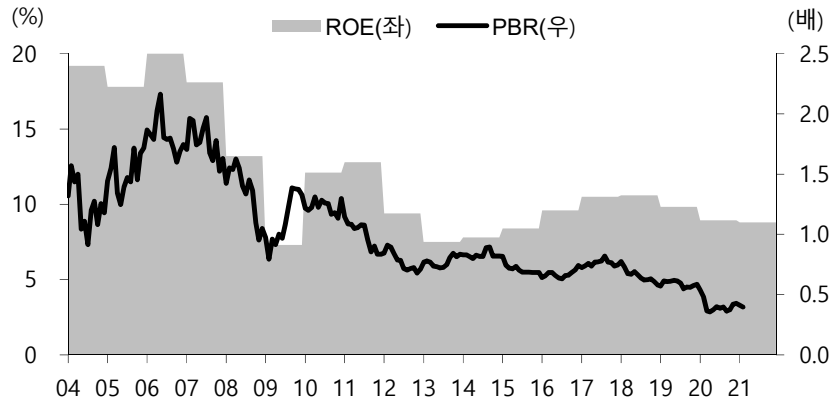
자료: 신한지주, SK 증권

신한지주의 주가와 PBR 밴드



자료: 신한지주 SK 증권

신한지주의 ROE 와 PBR 추이



자료: 신한지주, SK 증권

Analyst 구경회 kh.koo@sks.co.kr / 02-3773-9083

신한지주 목표주가 계산 방법

Target Price = Target PBR X BPS

Target PBR = ROE / (Ke – g)

Ke = Rf + (ß X Market Risk Premum)

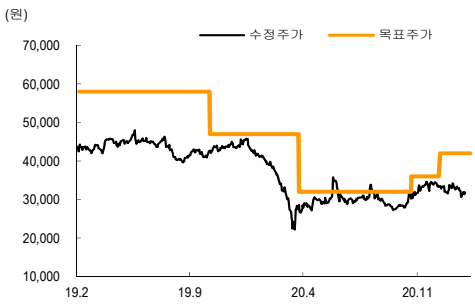
- ROE = 2021~2022 년 예상치에 장기 배당성향 기대치를 33% (기존 35%에서 하향조정)로 적용하여 계산된 '배당가능 ROE' 2.9%를 적용
- g 는 영구배당성장률 → 1.1% 가정
- Rf 는 국고채수익률 장기 전망치인 0.9%
- ß 는 60 개월 주식베타인 1.20 적용
- BPS(주당순자산가치)는 2021 년 6 월말 예상치 80,792 원→ 시간 경과를 감안해 2020 년말 수치에서 변경
- Risk Premium 다모다란 교수가 제시한 신흥국의 ERP 추정식을 활용→ 4.8%
  - 미국의 Risk Premium 5.02%
  - S&P500 과 KOSPI 의 상대변동성 0.91
  - 한국의 CDS 프리미엄 (0.25%) 등 반영
- Ke = 0.9% + 1.20 X 4.8 = 6.7%

⇒ 2.9% / (6.7% - 1.1%) X 80,792 원 = 41,154 원

기존 42,000 원과 큰 차이 없어서 목표주가 유지

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.02.08	매수	42,000원	6개월		
2020.12.21	매수	42,000원	6개월	-22.22%	-18.57%
2020.10.28	매수	36,000원	6개월	-7.94%	-3.75%
2020.09.07	중립	32,000원	6개월	-6.93%	11.72%
2020.07.27	중립	32,000원	6개월	-5.82%	11.72%
2020.03.31	중립	32,000원	6개월	-6.64%	11.72%
2019.10.16	중립	47,000원	6개월	-16.42%	-2.55%
2019.04.26	매수	58,000원	6개월	-24.71%	-17.24%
2019.02.13	매수	58,000원	6개월	-24.25%	-21.03%



Compliance Notice

- 작성자(구경회)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 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 (2021 년 2 월 8 일 기준)

매수	89.34%	중립	10.66%	매도	0%

Analyst 구경회 kh.koo@sks.co.kr / 02-3773-9083

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
현금및예치금	17,349	28,358	33,491	35,335	37,540
유가증권	110,998	158,090	162,625	172,912	185,483
대출채권	299,609	323,245	358,269	371,698	389,372
대손충당금	2,575	2,488	2,838	2,936	3,041
유형자산	3,479	4,572	4,628	4,535	4,445
무형자산	4,320	5,559	5,481	5,372	5,265
기타자산	23,845	32,619	40,835	43,007	45,643
자산총계	**459,601**	**552,443**	**605,328**	**632,860**	**667,747**
예수부채	265,000	294,874	326,459	340,551	361,657
차입성부채	93,046	110,223	116,746	121,108	124,522
기타금융부채	9,956	11,042	9,892	10,499	11,165
비이자부채	54,947	94,371	105,874	111,182	117,745
부채총계	**422,949**	**510,510**	**558,971**	**583,341**	**615,090**
지배주주지분	**35,726**	**39,180**	**44,070**	**47,147**	**50,195**
자본금	2,645	2,732	2,969	2,969	2,969
신종자본증권	1,532	1,731	2,180	2,177	2,177
자본잉여금	9,895	10,565	12,235	12,235	12,235
이익잉여금	22,959	25,526	27,777	30,858	33,906
기타자본	-1,306	-1,375	-1,092	-1,092	-1,092
비지배주주지분	926	2,752	2,287	2,372	2,462
자본총계	**36,651**	**41,932**	**46,357**	**49,519**	**52,656**

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
총영업이익	**9,984**	**11,164**	**11,533**	**12,344**	**12,700**
이자이익	8,580	9,720	8,155	8,591	9,064
이자수익	13,572	15,689	14,857	14,907	15,690
이자비용	4,992	5,969	6,702	6,316	6,626
비이자이익	1,404	1,445	3,378	2,635	2,512
금융상품관련손익	577	543	1,159	605	546
수수료이익	1,939	2,142	2,383	2,264	2,263
보험손익	-472	-497	1,124	1,118	1,124
기타이익	-640	-743	-1,288	-1,353	-1,420
신용충당금비용	748	981	1,391	1,599	1,608
일반관리비	4,742	5,135	5,212	5,399	5,561
종업원관련비용	3,009	2,918	2,977	3,082	3,174
기타 판관비	1,732	2,217	2,236	2,317	2,386
영업이익	4,494	5,049	4,930	5,347	5,531
영업외이익	-28	-137	-176	-150	-130
세전이익	4,467	4,912	4,754	5,197	5,401
법인세비용	1,268	1,269	1,256	1,419	1,475
법인세율 (%)	(28.4)	(25.8)	(26.4)	(27.3)	(27.3)
당기순이익	**3,198**	**3,642**	**3,498**	**3,778**	**3,926**
지배주주순이익	**3,157**	**3,403**	**3,415**	**3,694**	**3,836**
비지배지분순이익	42	239	83	84	90

주요투자지표 I

12월 결산(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
수익성 지표					
수정ROE	9.8	9.8	8.9	8.8	8.5
ROA	0.72	0.72	0.60	0.61	0.60
NIM (순이자마진)	2.10	2.00	1.80	1.80	1.84
대손비용률	0.26	0.31	0.40	0.43	0.42
Cost-Income Ratio	47.5	46.0	45.2	43.7	43.8
ROA Breakdown					
총영업이익	2.25	2.21	1.99	1.99	1.95
이자이익	1.94	1.92	1.41	1.39	1.39
비이자이익	0.32	0.29	0.58	0.61	0.56
신용충당금비용	-0.17	-0.19	-0.24	-0.26	-0.25
일반관리비	-1.07	-1.01	-0.90	-0.87	-0.86
총영업이익 구성비					
이자이익	85.9	87.1	70.7	69.6	71.4
비이자이익	14.1	12.9	29.3	21.3	19.8
수수료이익	19.4	19.2	20.7	18.3	17.8
기타	-5.4	-6.2	8.6	3.0	2.0
자본적정성과 자산건전성					
보통주자본비율	12.5	11.1	12.9	13.0	13.0
Total BIS비율	14.9	13.9	15.8	16.1	16.1
NPL비율	0.53	0.52	0.56	0.55	0.54
충당금/NPL 비율	170.3	152.0	149.0	158.0	160.3

주요투자지표 II

12월 결산(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 지표 (%)					
자산증가율	7.8	20.2	9.6	4.5	5.5
대출증가율	8.7	7.8	10.9	3.7	4.7
부채증가율	7.7	20.7	9.5	4.4	5.4
BPS증가율	6.2	8.3	3.1	7.6	7.0
총영업이익증가율	3.4	11.8	3.3	7.0	2.9
이자이익증가율	9.4	13.3	-16.1	5.3	5.5
비이자이익증가율	-22.5	2.9	133.8	-22.0	-4.7
일반관리비증가율	-1.4	8.3	1.5	3.6	3.0
지배주주순이익증가율	8.2	7.8	0.3	8.2	3.8
수정EPS증가율	8.2	7.8	-7.9	8.2	3.8
배당금증가율	10.3	15.6	-27.0	25.9	8.8
주당 지표 (원)					
EPS	6,657	7,177	6,611	7,151	7,426
수정EPS	6,657	7,177	6,611	7,151	7,426
BPS	70,095	75,922	78,298	84,262	90,163
주당배당금	1,600	1,850	1,350	1,700	1,850
배당성향 (%)	24.0	25.8	20.4	23.8	24.9
Valuation 지표					
수정PER(배)	6.8	6.0	4.8	4.6	4.4
PBR(배)	0.64	0.57	0.41	0.39	0.36
배당수익률 (%)	3.5	4.3	4.3	5.2	5.6

자료: 신한지주, KRX, SK 증권 추정