

Analyst 김도하 · 02)6923-7342 · doha.kim@capefn.com

**신한지주 (005550KS | Buy 유지 | TP 54,000원 유지)****보험 담당자로서 적정 가격으로 평가합니다.**

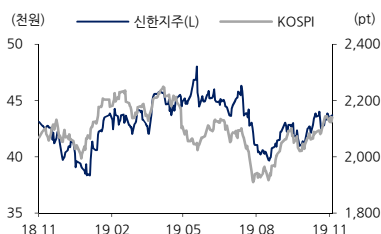
신한지주가 오렌지라이프의 잔여지분을 주식교환 방식으로 인수하겠다고 공시했습니다. 교환비율은 오렌지라이프 1주당 신한지주 0.66주입니다. 총 인수금액은 3조 2,600억원으로 PER 9배, PBR 1배 수준인데, 해당 가치를 평가할 때 신한생명과의 합병 시 제도 변경에 따른 자본확충 부담이 경감되는 점을 고려하면 가격은 적정하다고 판단합니다.

**오렌지라이프 잔여지분 인수를 위한 주식교환 결정**

- 신한지주는 2019년 2월 자회사 편입한 오렌지라이프의 잔여지분 3,350만주(40.85%)에 대해 주식교환을 결정. 자본시장법에 따른 교환가액을 할인 또는 할증 없이 적용해 오렌지라이프 1주당 신한지주 0.660148주를 교부할 예정. 자세한 금액 및 일정 등은 2페이지 참조

**신한생명과의 합병 시 자본확충 절감 효과를 기대**

- 케이프투자증권은 오렌지라이프의 연간 경상 이익을 3,600억원 수준으로 추정. 기인수한 지분 59.15%의 취득금액은 2.3조원(현금), 이번 주식교환 물량의 시가는 9,600억원(현금 6,000억원, 신주발행 3,600억원)이므로 총 인수금액은 3조 2,600억원이며, 이는 PER 9.0배, PBR 1배 수준
- 해당 가치를 평가할 때 (1) 오렌지라이프의 자산 및 부채 포트폴리오가 여타 상장 생보사 대비 탁월해 단순 peer valuation 비교는 적합하지 않고, (2) 신한생명과의 합병 가정 시, IFRS17 및 K-ICS 하에서 지주가 생보사에 부담했어야 할 자본확충이 희석된다는 점을 고려해야 할 것. 총 인수금액에 이러한 자본부담 경감을 함께 고려하면 pricing은 적정 수준이라고 판단
- 신주 발행 및 자사주 교부에 따른 유통주식수 증가는 기존 주주에게 부담요인이거나 신주 희석률이 1.7%에 불과하고, 신한지주가 오렌지라이프로부터 출회될 자사주 물량의 오버행을 고려해 0.2%~1.7%의 자사주 매입 및 소각을 계획하고 있다는 점은 부담을 축소하는 요인. 주식교환은 2020년 1월 실행될 예정이므로 신한지주 주주는 자사주가 차감된 주식수를 기준으로 2019년 배당을 지급받고, 오렌지주주 주주도 기말 배당을 수취할 수 있는 점이 긍정적임
- 예상보다 이른 완전자회사화로 동사의 이익 추정치를 상향 조정함. 다만 자사주 소각은 그 여부와 규모가 확실치 않아 추정에서 배제했으며, 이때 BPS는 감소하나 ROE 변동이 미미해 목표주가는 동일하게 유지함

**Stock Data**

주가(11/14)	43,700원		
액면가	5,000원		
시가총액	20,723십억원		
52주 최고/최저가	48,000원 / 38,350원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.8	-2.2	1.4
상대주가(%)	-0.7	-5.0	-2.1

**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
일반영업이익	(십억원)	9,156	9,980	11,216	11,277	11,694
순이자손익	(십억원)	7,843	8,580	9,598	9,872	10,244
총전영업이익	(십억원)	4,345	5,238	6,161	6,005	6,165
영업이익	(십억원)	3,830	4,499	5,120	4,871	4,953
지배주주 순이익	(십억원)	2,919	3,157	3,565	3,498	3,565
EPS	(원)	6,155	6,694	7,679	7,190	7,327
BPS	(원)	69,212	75,923	82,473	85,819	90,993
PER	(배)	8.0	5.9	5.7	6.1	5.9
PBR	(배)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	(%)	9.1	9.2	9.5	8.5	8.1
배당성향	(%)	23.6	23.9	23.9	24.8	25.0
배당수익률	(%)	2.9	4.0	4.2	4.1	4.2

**케이프투자증권**

신한지주 | 보험 담당자로서 적정 가격으로 평가합니다.

오렌지라이프 1주  
=신한지주 0.66주

신한지주는 2019년 2월 자회사 편입한 오렌지라이프의 잔여지분 3,350만주(40.85%)에 대해 주식교환을 결정했다. 자본시장법에 따른 교환가액을 할인 또는 할증 없이 적용해 오렌지라이프 1주당 신한지주 0.660148주를 교부할 예정이다.

11월 25일 기준 신한지주 주주는 주식교환에 반대의사를 표시할 수 있으나 주식매수 청구권한은 부재하며, 20% 이상의 주주가 반대 시 본 건은 무산된다. 11월 29일 기준 오렌지라이프 주주는 주식교환을 받을 권리가 있으나, 주식매수 청구권한은 공시일(11월 14일) 이전에 취득했거나 다음 영업일(11월 15일)까지 매매계약을 체결하고 청구권 행사일까지 지속 보유한 주주에 한정된다. 주식매수 청구권 행사로 오렌지라이프가 지급해야 할 대금이 5,000억원을 초과할 경우 본 건은 해제될 수 있다. 무산을 위한 두 가지 요건 모두 실현 가능성은 낮다고 판단된다.

#### 오렌지라이프 및 신한지주 주주의 주식교환 관련 일정

	오렌지라이프 주주	신한지주 주주
주주확정 기준일	2019/11/29	2019/11/25
주식교환 반대의사 접수기간	2019/11/14 ~ 2020/1/9	2019/11/14 ~ 2019/12/3
반대주주 주식매수 청구기간	2020/1/10 ~ 2020/1/20	해당 없음
거래정지기간	2020/1/23 ~ 2020/2/13	해당 없음
교환일자	2020/1/28	

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

#### 오렌지라이프 및 신한지주 주주의 주식교환 관련 데이터

항목	단위	오렌지라이프
발행주식수	천주	82,000 (100%)
자기주식수	천주	1,486 (1.8%)
교환대상 주식수	천주	33,500 (40.9%)
<b>교환가액</b>	<b>원</b>	<b>28,608</b>
주식매수 청구가격	원	28,235
현재 증가	원	28,600
항목	단위	신한지주
발행주식수	천주	474,200 (100%)
자기주식수	천주	13,882 (2.9%)
교환에 필요한 주식수	천주	22,115 (4.7%)
신주발행주식수	천주	8,233 (1.7%)
<b>교환가액</b>	<b>원</b>	<b>43,336</b>
주식매수 청구가격	원	해당 없음
현재 증가	원	43,700
오렌지 자사주 → 신한지주 교환 시 (반대주주 5% 가정)	천주	981 (0.2%, 현 증가 기준 429억원)
오렌지 자사주 → 신한지주 교환 시	천주	3,687 (0.8%, 현 증가 기준 1,611억원)

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

신한지주 | 보험 담당자로서 적정 가격으로 평가합니다.

### 간접적인 비용 절감도 고려해야

케이프투자증권은 오렌지라이프의 연간 경상 이익을 3,600억원 수준으로 추정한다. 2018년 기인수한 자본 59.15%의 취득금액은 2조 2,989억원(현금)이고 이번 주식교환 물량의 시가는 9,600억원(현금 6,000억원, 신주발행 3,600억원)이므로 총 인수금액은 3조 2,600억원이며, 이는 PER 9.0배, PBR 1배에 해당한다.

인수 가격의 적정성을 평가할 때 (1) 오렌지라이프의 자산 및 부채 포트폴리오가 여타 상장 생보사 대비 탁월해 단순 peer valuation 비교는 적합하지 않고, (2) 신한생명과 합병 가정 시, IFRS17 및 K-ICS 하에서 지주가 생보사에 부담했어야 할 자본확충이 희석된다는 점을 고려해야 할 것이다.

예컨대 신한생명의 LAT 미상계 결손금은 자기자본의 42%인데, 오렌지라이프와 단순 합산시 미상계 결손금은 자기자본의 18%로 감소한다. LAT 평가금액은 할인율(금리) 등의 가정치에 따라 변동이 크기 때문에 직접 비교를 하기는 어렵지만, 합병 영향을 가늠하기 위해 단순적용하면 이하와 같다. 미상계 결손금만큼 자본에서 차감될 경우 신한생명의 RBC비율은 244% → 164%로 하락해 부담이 커지는데(∵ RBC 권고비율 150%), 양사를 합산할 경우 RBC비율은 328% → 279%로 여전히 높은 수준을 유지한다. 오렌지라이프에 대한 총 인수금액에 이러한 자본부담 경감을 함께 고려하면 pricing은 적정 수준이라고 판단된다.

오렌지라이프와 신한생명의 LAT 결핍값 및 RBC 단순 비교

(십억원)		오렌지라이프	신한생명	양사 합산
LAT	금리확정형 유배당	106	(775)	(670)
	금리확정형 무배당	4,698	3,367	8,065
	금리연동형 유배당	(228)	(104)	(332)
	금리연동형 무배당	1,070	1,413	2,482
	변액	1,525	263	1,787
	합계	7,170	4,163	11,333
	미상계 결손금 합 (A)	(228)	(879)	(1,002)
	자본 규모 (B)	3,591	2,079	5,670
	IA/BI*100	6.4	42.3	17.7
지급여력금액 (C)		4,019	2,686	6,704
지급여력기준금액 (D)		939	1,103	2,042
RBC비율 (C/D, %)		428.0	243.5	328.3
결손금 제거한 지급여력금액 (C-A)		3,790	1,807	5,703
`RBC비율 {(C-A)/D, %}		403.7	163.8	279.3

자료: 생명보험협회, 케이프투자증권 리서치본부

신한지주 | 보험 담당자로서 적정 가격으로 평가합니다.

### 재무상태표

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
현금및예치금	18,374	25,359	26,471	27,563
유가증권	108,764	150,094	160,600	170,236
대출채권	303,070	321,296	335,386	349,220
대손충당금	2,725	2,894	2,908	2,923
유형자산	5,004	3,904	4,075	4,243
무형자산	4,320	5,746	5,998	6,246
기타자산	22,793	38,887	36,555	34,947
<b>자산총계</b>	<b>459,601</b>	<b>542,393</b>	<b>566,179</b>	<b>589,532</b>
예수부채	265,459	289,041	301,804	316,744
차입부채	93,046	107,640	112,109	116,471
차입금	29,434	33,850	31,678	29,605
사채	63,612	73,790	80,431	86,866
기타금융업부채	29,064	54,719	60,700	66,142
기타부채	35,379	48,816	47,770	43,738
<b>부채총계</b>	<b>422,949</b>	<b>500,215</b>	<b>522,383</b>	<b>543,096</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>35,726</b>	<b>39,405</b>	<b>42,902</b>	<b>45,489</b>
자본금	2,645	2,732	2,774	2,774
신종자본증권	1,532	1,731	1,731	1,731
자본잉여금	9,895	10,565	10,884	10,884
기타자본	-553	-1,119	-519	-519
자기주식	-156	-600	0	0
기타포괄손익누계액	-753	-187	-187	-187
이익잉여금	22,959	25,683	28,220	30,806
비지배주주지분	926	2,772	894	947
<b>자본총계</b>	<b>36,651</b>	<b>42,178</b>	<b>43,796</b>	<b>46,436</b>
<b>부채및자본총계</b>	<b>459,601</b>	<b>542,393</b>	<b>566,179</b>	<b>589,532</b>

### 성장률

(% YoY)	2018A	2019E	2020E	2021E
대출채권	9.2	6.0	4.4	4.1
총자산	7.8	18.0	4.4	4.1
예수부채	6.2	8.9	4.4	5.0
차입부채	17.9	15.7	4.2	3.9
총부채	7.7	18.3	4.4	4.0
총자본	8.7	15.1	3.8	6.0
일반영업이익	9.0	12.4	0.5	3.7
순이자손익	9.4	11.9	2.8	3.8
판매관리비	-1.4	6.6	4.3	4.9
총전영업이익	20.5	17.6	-2.5	2.7
영업이익	17.5	13.8	-4.9	1.7
세전이익	17.6	15.0	-5.2	1.7
지배주주순이익	8.2	12.9	-1.9	1.9

자료: 케이프투자증권 리서치본부

### 포괄손익계산서

(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
일반영업이익	9,980	11,216	11,277	11,694
순이자손익	8,580	9,598	9,872	10,244
이자수익	13,572	15,755	16,283	16,824
이자비용	4,992	6,156	6,412	6,580
순수수료손익	1,939	2,137	2,125	2,206
수수료수익	3,295	3,513	3,538	3,662
수수료비용	1,356	1,376	1,414	1,456
금융상품관련손익	254	635	536	500
기타영업이익	-794	-1,154	-1,254	-1,256
판매관리비	4,742	5,055	5,272	5,528
<b>총전영업이익</b>	<b>5,238</b>	<b>6,161</b>	<b>6,005</b>	<b>6,165</b>
대손충당금전입액	739	1,041	1,134	1,212
<b>영업이익</b>	<b>4,499</b>	<b>5,120</b>	<b>4,871</b>	<b>4,953</b>
영업외이익	-33	16	0	0
<b>세전이익</b>	<b>4,467</b>	<b>5,136</b>	<b>4,871</b>	<b>4,953</b>
법인세비용	1,268	1,337	1,330	1,352
당기순이익	3,198	3,799	3,541	3,601
<b>지배주주 순이익</b>	<b>3,157</b>	<b>3,565</b>	<b>3,498</b>	<b>3,565</b>

### 주요 투자지표

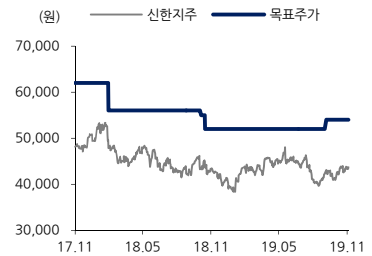
	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>영업지표 (%)</b>				
순이자마진율	2.09	2.01	1.94	1.92
판매비용률	47.5	45.1	46.8	47.3
대손비용률	0.27	0.35	0.36	0.37
<b>수익성 (%)</b>				
ROE	9.2	9.3	8.6	8.6
ROA	0.7	0.7	0.6	0.6
<b>주당 지표 (원)</b>				
보통주 EPS	6,694	7,679	7,190	7,327
수정 EPS	6,519	7,380	6,899	7,036
보통주 BPS	75,923	82,473	85,819	90,993
수정 BPS	75,923	82,473	85,819	90,993
보통주 DPS	1,600	1,850	1,800	1,850
<b>기타 지표</b>				
보통주 PER (X)	5.9	5.7	6.1	5.9
수정 PER (X)	6.1	5.9	6.3	6.2
보통주 PBR (X)	0.52	0.53	0.51	0.48
수정 PBR (X)	0.52	0.53	0.51	0.48
배당성향 (%)	23.9	23.9	24.8	25.0
보통주 배당수익률 (%)	4.0	4.2	4.1	4.2

신한지주 | 보험 담당자로서 적정 가격으로 평가합니다.

### Compliance Notice \_ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

#### 신한지주(055550) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-10-31	2017-11-14	2018-02-08	2018-06-25	2018-07-25	2018-10-15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	62,000원	62,000원	62,000원	56,000원	56,000원	55,000원
제시일자	2018-10-25	2018-12-13	2019-01-15	2019-02-13	2019-04-26	2019-09-18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자 변경
목표주가	55,000원	52,000원	52,000원	52,000원	52,000원	
제시일자	2019-09-18	2019-10-28	2019-11-15			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	54,000원	54,000원	54,000원			



#### 목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고(최저)
2017-10-31	Buy	62,000원	-22.73	-13.87
2018-06-25	Buy	56,000원	-22.16	-17.59
2018-10-15	Buy	55,000원	-22.45	-17.91
2018-12-13	Buy	52,000원	-17.00	-7.69
2019-09-18	Buy	54,000원		

\*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

#### Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(96.13%) · 매도(0.00%) · 중립(3.87%)	* 기준일 2019.09.30까지

#### Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

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.