

Analyst 김진상
Jr. Analyst 정태준, CFA

02) 3787-2435 jskim@hmcib.com
02) 3787-2474 tjjeong@hmcib.com

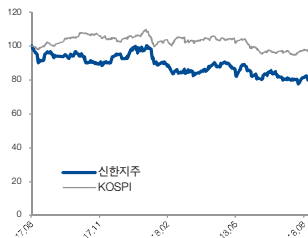
생보사 인수로 희석 없이 ROE 향상

현재주가 (9/5)	42,450원		
상승여력	55.5%		
시가총액	20,130십억원		
발행주식수	474,200천주		
자본금/액면가	2,645십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	53,400원/41,450원		
일평균 거래대금 (60일)	41십억원		
외국인지분율	69.48%		
주요주주	국민연금공단 9.55%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-1.4	-7.4	-6.0
상대주가(%)	-1.6	-0.9	-2.6

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	6,973	7,399	66,000
After	6,973	7,399	66,000
Consensus	6,815	6,984	59,833
Cons. 차이	2.3%	5.9%	10.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 동사는 오렌지라이프 지분 59.15%를 2조 2,989억원(주당 47,400원)에 취득하기로 의결. 이는 당사추정 2018F P/E, P/B 기준으로 각각 10.3배, 1.08배에 해당. 59% 지분 인수 시 동사의 연간 연결이익은 약 2,400억원 증가 추정.
- 우려되었던 이중레버리지 비율은 인수 이후에도 상한선 130%를 하회할 전망. 이는 8월 중 해외 및 국내 신종자본증권 발행으로 약 9,500억원의 자본확충이 이루어졌기 때문. 이에 따라 인수 전 이중레버리지 비율은 약 117%까지 하락(2분기말 대비 -5%pt)한 것으로 추정되며 인수 효과를 반영해도 약 10%pt 상승에 그칠 것으로 판단.
- 59% 지분 취득에 따라 동사의 ROE와 EPS는 각각 0.6%pt, 6.9% 증가 예상(2019년 기준). 향후 계열사간 시너지 창출, 잔여지분 취득 시 추가적인 이익 향상 기대. 잔여지분의 주당 인수가격은 현재 오렌지라이프의 주가를 고려하면 금번 인수가보다 낮아질 가능성이 커 보임.
- 그룹 자본비율은 소폭 하락할 전망. 연결 BIS비율 및 CET1비율은 각각 20~30bps, 40~50bps 하락 예상. 그러나 BIS비율은 선제적 자본확충으로 2분기말 대비로는 상승(+10~20bps)할 듯.
- 리딩뱅크 탈환을 향한 의미 있는 행보로 판단. 자회사 편입 마무리 및 시너지 창출 시 비이자이익의 확연한 레벨업 기대. 목표주가 66,000원과 Buy rating 유지.

2) 주요이슈 및 실적전망

- 인수대금 23조원은 신종자본증권 발행대금(약 9,500억원)과 보유 현금으로 조달. 따라서 주주가치 희석은 없는 상황.
- 3분기 NIM은 전분기대비 강보합, 대출은 +1% QoQ 예상. 자산건전성은 양호한 추세 지속으로 판단. 3분기 중 금호타이어관련 충당금 환입(약 200억원)도 예상돼 컨센서스 상회 기조가 이어질 전망.
- 오렌지라이프 인수 건 외에도 자사주 2,000억원 매입 계약 체결을 발표. 총 매입기간은 1년으로 오는 10월부터 내년 9월 9일까지 진행될 계획.

3) 주가전망 및 Valuation

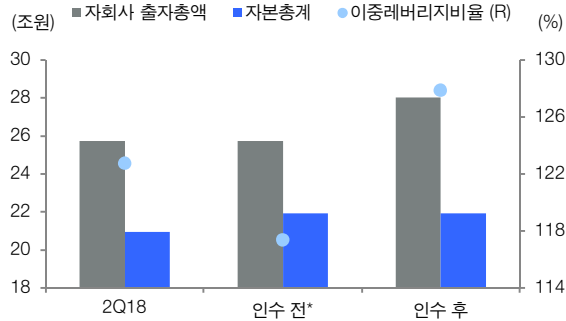
- 목표주가는 2018F BPS에 target P/B 0.92배를 적용 산출(COE 10.8%, ROE 10.0%).

요약 실적 및 Valuation

구분	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	증감율 (%)	BPS (원)	EPS (원)	P/B (배)	P/E (배)	ROAE (%)	ROAA (%)	배당수익률 (%)
2016	8,782	4,274	2,775	17.0%	64,544	5,810	0.66	7.3	9.1%	0.72%	3.4%
2017	9,184	4,373	2,918	5.2%	68,316	6,153	0.62	6.9	9.3%	0.71%	3.4%
2018F	10,156	5,294	3,307	13.3%	71,607	6,973	0.59	6.1	10.0%	0.75%	4.1%
2019F	10,564	5,613	3,509	6.1%	76,421	7,399	0.56	5.7	10.0%	0.76%	4.4%
2020F	10,846	5,800	3,598	2.6%	82,428	7,588	0.51	5.6	9.6%	0.75%	4.5%

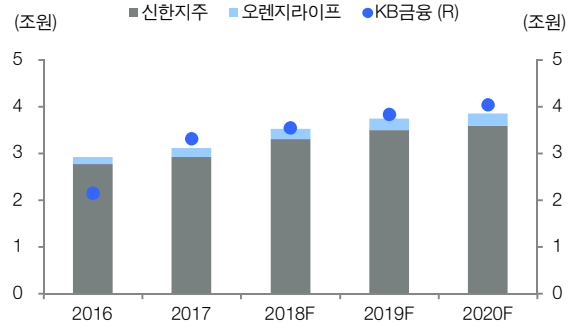
* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 이중레버리지 비율



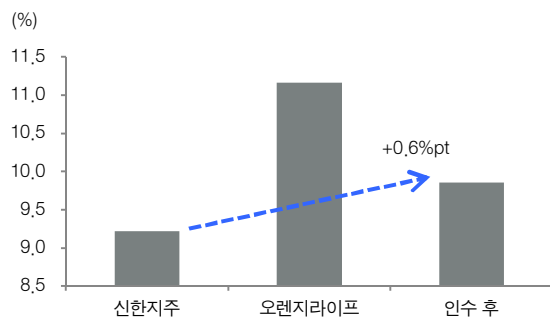
주 : 인수 전 자본총계는 2Q18 자본에 8월 중 자본확충 금액(약 9,500억원) 합산
자료 : 회사자료, 언론종합, 현대차증권

〈그림2〉 신한지주 · 오렌지라이프 이익 전망치 합산



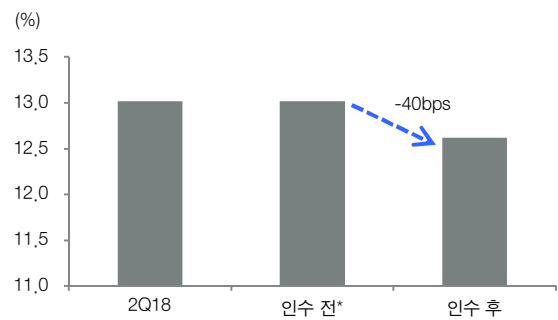
자료 : 현대차증권

〈그림3〉 ROE 변화



주 : 당사 2018F 추정치 기준
자료 : 회사자료, 현대차증권

〈그림4〉 CET1비율 변화



주 : 인수 전 수치는 2Q18 자본에 8월 중 자본확충 금액(약 9,500억원) 효과 반영
자료 : 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
순영업수익	8,782	9,184	10,156	10,564	10,846
이자이익	7,205	7,843	8,498	8,821	9,061
비이자이익	1,577	1,341	1,657	1,743	1,785
판매관리비	4,509	4,811	4,862	4,951	5,046
총당금적립전 이익	4,274	4,373	5,294	5,613	5,800
총당금전입액	1,165	544	718	794	856
영업이익	3,109	3,829	4,576	4,820	4,943
영업외손익	62	-32	33	71	73
세전이익	3,170	3,796	4,609	4,891	5,016
법인세	346	848	1,263	1,345	1,380
당기순이익	2,825	2,948	3,347	3,546	3,637
외부주주지분	50	30	40	38	39
연결 당기순이익	2,775	2,918	3,307	3,509	3,598
증가율 (%)					
이자이익	7.7%	8.8%	8.4%	3.8%	2.7%
비이자이익	-12.0%	-15.0%	23.6%	5.2%	2.4%
판매비	0.7%	6.7%	1.1%	1.8%	1.9%
총당금	13.0%	-53.3%	31.9%	10.5%	7.9%
영업이익	4.3%	23.2%	19.5%	5.3%	2.6%
연결 당기순이익	17.0%	5.2%	13.3%	6.1%	2.6%

(단위:십억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
현금 및 예치금	19,181	22,669	22,453	23,365	24,314
유가증권	90,930	103,182	109,033	113,460	118,067
대출채권	259,011	275,566	287,556	298,517	309,057
(대손충당금)	2,219	2,168	2,627	2,041	2,230
유형자산	3,146	3,022	2,997	3,021	3,045
기타자산	25,626	24,035	33,072	33,346	33,622
자산총계	395,674	426,306	452,484	469,667	485,874
예수금	235,138	249,419	260,791	270,934	280,952
차입금	25,294	27,587	29,271	30,410	31,534
사채	44,327	51,341	56,342	58,534	60,698
기타부채	59,175	64,256	70,297	71,715	71,757
부채총계	363,934	392,603	416,701	431,593	444,941
자본금	2,645	2,645	2,645	2,645	2,645
자본총계	31,740	33,703	35,782	38,075	40,933
부채와자본총계	395,674	426,306	452,484	469,667	485,874
증가율 (%)					
대출채권	4.3%	6.4%	4.4%	3.8%	3.5%
자산총계	6.8%	7.7%	6.1%	3.8%	3.5%
예수금	8.0%	6.1%	4.6%	3.9%	3.7%
자본총계	-0.2%	6.2%	6.2%	6.4%	7.5%

(단위:원배,십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업효율성					
NIM	2.02%	2.06%	2.11%	2.11%	2.10%
NIS	2.12%	2.16%	2.21%	2.21%	2.20%
비용/수익비율	51.3%	52.4%	47.9%	46.9%	46.5%
Loan/Deposits**	110%	110%	110%	110%	110%
자산 및 자본간전성					
고정비하비율	0.7%	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%
Coverage ratio	220%	258%	272%	291%	307%
Credit cost(대출 대비)	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
총자본비율(그룹기준)	15.0%	14.7%	15.3%	15.5%	16.2%
기본자본비율	13.2%	13.3%	13.9%	14.3%	15.0%
보통주자본비율	12.7%	12.8%	13.3%	13.8%	14.4%
Equities/Assets	8.0%	7.9%	7.9%	8.1%	8.4%
주당지표					
EPS	5,810	6,153	6,973	7,399	7,588
BPS	64,544	68,316	71,607	76,421	82,428
DPS	1,450	1,450	1,750	1,850	1,900
Valuation					
PBR	0.66	0.62	0.59	0.56	0.51
PER	7.3	6.9	6.1	5.7	5.6
P/PROF	4.7	4.6	3.8	3.6	3.5
배당수익률(%)	3.4%	3.4%	4.1%	4.4%	4.5%

(단위: 원,%)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
대출 구성 (은행)					
가계대출 주택담보	28%	27%	26%	26%	26%
가계대출 기타	22%	24%	25%	26%	26%
기업대출 중소기업	39%	40%	41%	40%	40%
기업대출 대기업/기타	10%	9%	8%	8%	8%
ROAA decomposition (자산평잔 대비)					
순영업수익	2.3%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
이자이익	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
비이자이익	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
판매관리비	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
총당금적립전 이익	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
총당금전입액	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
영업이익	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
영업외손익	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
세전이익	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.0%
법인세	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
당기순이익	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
외부주주지분	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
연결 당기순이익	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
ROAA	0.72%	0.71%	0.75%	0.76%	0.75%
x leverage	12.6	13.0	13.2	13.1	12.7
ROAE	9.1%	9.3%	10.0%	10.0%	9.6%

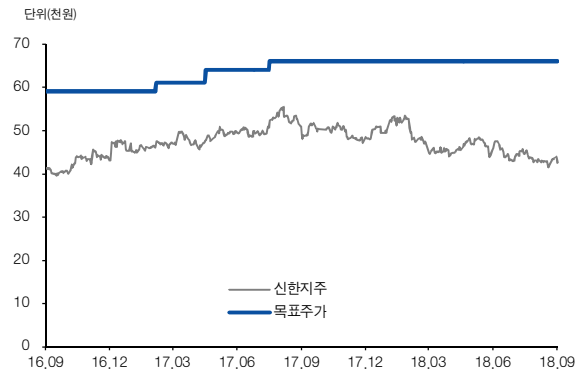
* K-IFRS 연결/지배 기준

**주: 대차대조표상의 예대율을 기준으로 기록. 규제 예대율과는 다름

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
16/09/26	BUY	59,000	-31.2	-29.2
16/10/12	BUY	59,000	-29.6	-25.3
16/10/21	BUY	59,000	-27.1	-22.7
16/12/06	BUY	59,000	-24.6	-19.2
17/02/09	BUY	61,000	-22.4	-18.4
17/04/21	BUY	64,000	-22.8	-20.6
17/07/21	BUY	66,000	-21.9	-16.1
17/10/31	BUY	66,000	-23.3	-16.1
18/01/19	BUY	66,000	-23.0	-16.1
18/02/08	BUY	66,000	-24.9	-16.1
18/04/18	BUY	66,000	-25.0	-16.1
18/04/23	BUY	66,000	-26.5	-16.1
18/07/25	BUY	66,000	-27.3	-16.1
18/09/06	BUY	66,000	-	-

▶ 최근 2년간 신한지주 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김진상, 정태준의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2017.07.01~2018.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.9%
보유	16건	10.1%
매도	0건	0.0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.