

신한지주(055550)

ING생명 인수 추진은 소폭 부정적. 관건은 운용 시너지

ING생명 인수 재추진. 소폭 부정적

언론보도에 따르면 신한지주와 MBK파트너스는 ING생명 M&A 재협상에 돌입했다. 당초 5월에 배타적 협상기간 종료 후 사실상 멈췄던 협상이 ING생명 가격 인하 후에 재개된 모양새다. 아직 확정된 바는 없지만 MBK가 보유한 ING생명 지분 59%에 대한 인수가로 2.4조원이 자주 언급되고 있다. 2.4조원에 인수한다고 가정하면 결론적으로 신한지주에게는 소폭 부정적이다. 전일 증가대비 19% 프리미엄을 준 PBR 1.13배로 과도한 오버페이는 아니다. 또한 별도의 유상증자가 필요없는 가운데 인수 후 신한지주 기업가치는 1.1% 증가할 전망이다. 다만 다른 사업 부문 성장을 못 시키는 기회비용까지 감안해야 한다.

유상증자 우려 없음. 이중레버리지비율 준수 가능

인수를 위한 유상증자는 없다. 우선 이중레버리지비율 이슈다. 최근 조달한 외화신종자본증권 5억달러까지 감안하면 현재 이중레버리지비율은 119.7%로 추정된다(표 2). 130%까지 이중레버리지비율을 확대할 수 있으므로, 인수금액 2.4조원 중 1.7조원은 지주 차입으로 조달 가능하다. 자기자본 부족분 6,739억원은 은행 중간배당과 순이익 발생, 원화신종자본증권 추가조달로 확충할 것이다. 현재 신한은행에서 이론적으로 최대 지주에게 2.1조원까지 배당이 가능하기 때문에 이중레버리지비율 규제준수는 가능하다(표 3).

자본비율 이슈도 없음

둘째는 그룹 자본비율 이슈다. 금융지주사가 생보사를 인수할 경우에 보통주자본의 10%까지는 위험가중치 250% 특례적용이 가능하고, 그 이상은 보통주자본에서 전액 차감된다. 현재 신한지주는 신한생명 및 카디프생명 등으로 1.5조원이 투자되어 있어 ING생명 인수금액 중 절반인 1.2조원 정도는 특례 적용이 가능하고, 나머지 절반만 보통주자본에서 공제된다. 결론적으로 그룹 보통주자본비율은 0.8%p 하락한 12.3% 선을 지켜 규제비율선인 10.5%를 상회해 문제없다(표 4).

	총영업이익 (십억원)	총전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)
2016A	8,782	4,336	2,775	5,736	19.8	63,976	7.9	0.71	0.73	9.1	3.2
2017A	9,184	4,341	2,918	6,116	6.6	67,738	8.1	0.73	0.73	9.6	2.9
2018F	10,140	5,432	3,352	6,999	14.4	72,276	6.1	0.59	0.78	10.3	4.0
2019F	10,594	5,676	3,471	7,225	3.2	77,800	5.9	0.55	0.75	10.0	4.2
2020F	11,205	6,184	3,752	7,817	8.2	83,817	5.4	0.51	0.77	10.0	4.7

매수(유지)

목표주가: 65,000원(유지)

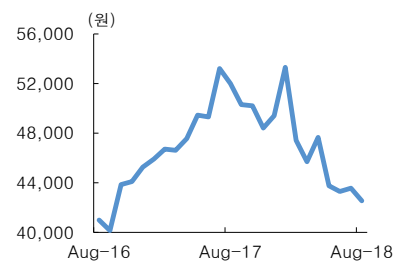
Stock Data

KOSPI(8/13)	2,248
주가(8/13)	42,550
시가총액(십억원)	20,177
발행주식수(백만)	474
52주 최고/최저가(원)	53,500/42,550
일평균거래대금(6개월, 백만원)	43,978
유동주식비율/외국인지분율(%)	85.8/69.4
주요주주(%)	국민연금 9.6
	BlackRock Fund Advisors
외 13 인	5.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.9)	(11.2)	(19.9)
KOSPI 대비(%p)	(3.2)	(5.0)	(16.8)

주가추이



자료: WISEfn

백두산

doosan@truefriend.com

잔여지분 인수는 시간 필요

다만 소액주주 지분의 단기간 내의 인수는 재무적으로 어렵다. 잔여지분을 주식 교환으로 가져온다고 가정할 경우, 이중레버리지비율상 부족 자기자본분은 1.2조 원으로 1~2년 정도 이익잉여금을 확충하는 게 주주가치 보호 측면에서 이상적이다(표 5). 한편 공개매수로 갈 경우에는 KB금융의 KB손보 사례를 적용할 경우 (17.9% 프리미엄) 부족 자기자본분은 1.9조원으로 마찬가지로 2년 정도 시간이 더 필요하다. 신한지주 입장에서는 무리하게 100% 자회사화를 시키는 것보다 PMI 이후 적정 자금조달 방안이 확충된 후에 잔여지분 인수를 추진할 것이다.

기회비용을 만회할 운용 시너지 확보 필요

향후 주식교환으로 잔여지분을 인수한다고 가정하면 BPS 감소, ROE 상승이 동시에 발생하며 신한지주 기업가치는 별도의 시너지가 없다고 가정할 시 1.1% 증가할 것이다. 다만 인수로 인한 자회사 성장여력 감소, 다른 M&A 여력축소 등 여러 가지 기회비용을 고려하면 주주가치는 소폭 부정적이다. 결국 인수 정당화를 위해서는 방카슈랑스보다는 인수 후에 25조원 이상인 ING생명 운용자산을 그룹 내에서 효과적으로 통합 운용해 수익률을 높여 시너지를 창출할 필요가 있다.

〈표 1〉 ING생명 인수가 2.4조원 가정 시 인수조건

(단위: 십억원)

항목	내용
ING생명 인수액(A)	2,400
지분율(B)	59.1%
ING생명 자기자본(C)	3,591
지분율 해당 자기자본(D=BxC)	2,124
대주주지분 인수 PBR(E=A/D)(배)	1.13
현재 주가(원)	41,500
현재 시가총액(F)	3,403
현재 시가 PBR(G=F/C)(배)	0.95
인수가 프리미엄(E/G-1)	19.2%
ING생명 잔여지분 가치(십억원, H)	1,390
전체지분 인수 PBR(배): 현재 시가로 잔여지분 인수 가정	1.06

자료: Quantiwise, 금융감독원, 언론보도, 한국투자증권

〈표 2〉 신한지주 조달방안: 대주주 지분 인수만 가정

(단위: 십억원)

항목	내용
자회사 출자총액(A)	25,733
자본총계(지주별도, B)	20,967
이중레버리지비율(A/B)	122.7%
외화신증자본증권(8월 8일 발행)(C)	540
외화신증 발행 감안 이중레버리지비율(A/(B+C))	119.7%
ING생명 인수액(D)	2,400
인수 후 자회사 출자총액(E=A+D)	28,133
규제 상한선(F)	130%
필요 자본총계(G=E/F)	21,641
부족 자기자본(H=G-B)	674
지주 차입여력(D-H)	1,726

주: 2018 기준, 외화 신증자본증권 조달 감안

자료: 신한지주, 금융감독원, 한국투자증권

〈표 3〉 신한은행의 중간배당 여력은 최대 2.1조원

(단위: 십억원)

항목	신한은행
보통주자본(A)	21,834
위험가중자산(B)	164,292
보통주자본비율(A/B)	13.3%
적정 보통주자본비율 최저선(C, 10.5%+적정버퍼)	12.0%
필요 보통주자본(D=BxC)	19,715
중간배당으로 가져올 수 있는 자기자본(A-D)	2,119

주: 1Q18 기준

자료: 신한지주, 금융통계정보시스템, 한국투자증권

〈표 4〉 신한지주 자본비율 하락폭: 대주주 지분만 인수 가정

(단위: 십억원)

항목	신한지주
보통주자본(A)	27,481
위험가중자산(B)	210,177
보통주자본비율(A/C)	13.1%
금융회사 보통주에 대한 중대한 투자 금액(D)	1,552
대응공제한도(E=Ax10%)	2,748
보통주자본 10% 이내 추가 대응공제액(F=E-D)	1,196
인수 후 보통주자본(G)	26,277
인수 후 위험가중자산(H=B+Fx250%)	213,167
인수 후 보통주자본비율(I=G/H)	12.3%
규제비율 최저선(J)	10.5%
최저선 대비 여유폭(%p, I-J)	1.8%
적정 규제비율(최저선+적정 추가 버퍼)(K)	12.0%
적정 비율 대비 여유폭(%p, I-K)	0.3%

주: 1Q18 기준

자료: 신한지주, 금융감독원, 한국투자증권

〈표 5〉 신한지주 자금조달방안: 향후 잔여지분 주식교환 가정

(단위: 십억원)

항목	신한지주
자회사 출자총액(A)	25,733
자본총계(지주별도, B)	21,507
이중레버리지(A/B)	119.7%
ING생명 인수액(C)	3,790
인수 후 자회사 출자총액(D=A+C)	29,523
규제 상한선(E)	130%
필요 자본총계(F=D/E)	22,710
부족 자기자본(G=F-B)	1,204
지주 차입여력(C-G)	2,587

주: 2Q18 기준, 외화 신증자본증권 조달 감산

자료: 신한지주, 금융감독원, 한국투자증권

〈표 6〉 신한지주 자본비율 하락폭: 향후 잔여지분 지분 주식교환 가정

(단위: 십억원)

항목	신한지주
보통주자본(A)	27,481
위험가중자산(B)	210,177
보통주자본비율(A/C)	13.1%
금융회사 보통주에 대한 증대한 투자 금액(D)	1,822
대응공제한도($E=A \times 10\%$)	2,748
보통주자본 10% 이내 추가 대응공제액($F=E-D$)	926
인수 후 보통주자본(G)	24,617
인수 후 위험가중자산($H=B+F \times 250\%$)	212,493
인수 후 보통주자본비율($I=G/H$)	11.6%
규제비율 최저선(J)	10.5%
최저선 대비 여유폭($\%p, I-J$)	1.1%
적정 규제비율(최저선+적정 추가 버퍼)(K)	12.0%
적정 비율 대비 여유폭($\%p, I-K$)	-0.4%

주: 1Q18 기준

자료: 신한지주, 금융감독원, 한국투자증권

〈표 7〉 향후 전체 인수 가정한 신한지주 기업가치 변화 추정

(단위: 십억원)

항목	신한지주
발행주식수(천 주)	474,200
자사주(천 주)	0
유통주식수(천 주)	474,200
ING생명 잔여지분 가치(십억원)	1,390
지주사 추가(원)	42,550
유상증자 신주(천 주)	0
주식교환 신주(천 주)	32,673
주식교환 후 발행주식수(천 주)	506,873
주식교환 후 자사주(천 주)	0
주식교환 후 유통주식수(천 주)	506,873
기존 주주 지분	94%
기존 BPS(원)	67,738
주식교환 후 BPS(원)	66,114
BPS 희석 효과(전체 인수)	-2.4%
16년말 조정자기자본	30,337
17년말 조정자기자본	32,121
17년 조정순이익	2,900
17년 ROE	9.3%
ING생명 16년말 자기자본	4,147
ING생명 17년말 자기자본	3,669
ING생명 17년 당기순이익	340
ING생명 17년 ROE	8.7%
ROE(당장 전체 인수 가정)	10.3%
ROE(대주주지분만 인수 가정)	9.8%
기존주주 종합적 기업가치 변화 효과(전체 인수 가정)	1.1%

자료: 신한지주, 금융감독원, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

신한지주의 전신인 신한은행은 1982년 재일교포들을 중심으로 세워짐. 2001년에는 신한지주를 설립해 금융지주사 체제로 전환. 2004년 조흥은행 인수, 2007년 LG카드 인수를 통한 그룹의 외형확장은 대표적 M&A 성공사례로 꼽힘. 현재 자회사로 신한은행, 신한카드, 신한금융투자, 신한생명, 신한BNPP자산운용 등을 보유 중.

- 순이자마진(NIM): 순이자이익 / 이자수익자산(평균)
- 고정이하여신: 건전성에 따라 정상, 요주의, 고정, 회수의문, 추정손실로 여신 분류. 고정, 회수의문, 추정손실 합산
- 고정이하여신비율: 고정이하여신 / 총여신
- 대손율: 대손충당금전입액 / 총여신
- 이익경비율: 일반관리비 / 총영업이익
- 보통주자본비율(CET1 ratio): 보통주자본 / 위험가중자산(RWA)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
총자산	395,680	426,306	458,868	479,838	502,147
현금 및 예치금	19,429	22,858	22,061	22,895	23,971
유가증권	90,335	102,362	111,790	116,809	121,866
대출채권	259,011	275,566	292,831	306,835	321,507
유형자산	3,146	3,022	2,981	2,942	2,923
투자부동산	353	418	446	452	453
관계기업투자	354	631	662	669	671
무형자산과 영업권	4,227	4,272	4,270	4,300	4,312
기타자산	18,827	17,177	23,828	24,936	26,444
총부채	363,935	392,603	422,447	440,740	460,134
예수금	235,138	249,419	264,372	276,957	290,197
당기손익인식지정금융부채	9,234	8,298	8,162	8,279	8,465
단기매매금융부채	1,977	1,848	1,755	1,780	1,820
차입부채	25,294	27,587	29,289	30,742	32,225
사채	44,327	51,341	55,440	58,286	61,106
기타부채	47,966	54,110	63,430	64,697	66,322
자기자본	31,745	33,703	36,421	39,098	42,013
(지배주주지분) 자기자본	31,110	32,819	35,660	38,280	41,133
자본금	2,645	2,645	2,645	2,645	2,645
보통주자본금	2,371	2,371	2,371	2,371	2,371
신종자본증권	498	424	1,113	1,113	1,113
자본잉여금	9,887	9,887	9,887	9,887	9,887
자본조정	(458)	(398)	(397)	(397)	(397)
기타포괄손익누계액	(103)	(530)	(755)	(755)	(755)
이익잉여금	18,640	20,791	23,167	25,787	28,640

주요재무지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
수익성(%)					
ROE	9.1	9.6	10.3	10.0	10.0
ROA	0.73	0.73	0.78	0.75	0.77
순이자마진(NIM)	2.00	2.03	2.07	2.07	2.09
예대금리차(NIS)	2.05	2.08	2.09	2.08	2.08
Cost-income ratio	51.3	52.4	46.4	45.8	44.2
성장 및 효율(%)					
지배주주 순이익 증가율	17.2	5.2	14.9	3.6	8.1
대출채권 증가율	5.1	6.4	6.3	4.8	4.8
충전이익 증가율	3.8	0.1	25.1	4.5	9.0
대손비용 증가율	12.3	(53.3)	42.3	11.6	13.8
총자산 증가율	6.8	7.7	7.6	4.6	4.6
대출채권/예수금	110.2	110.5	110.8	110.8	110.8
자산건전성(%)					
NPL(고정이하여신) 비율	0.74	0.63	0.53	0.49	0.50
NPL 커버리지 비율	221.2	162.7	170.4	196.1	200.7
자본적정성(%)					
BIS 자기자본 비율	15.0	14.8	15.3	15.8	15.4
보통주자본비율(CET1)	12.7	12.9	13.2	13.7	13.4
기본자본비율(Tier 1 ratio)	13.2	13.3	13.8	14.4	14.0

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

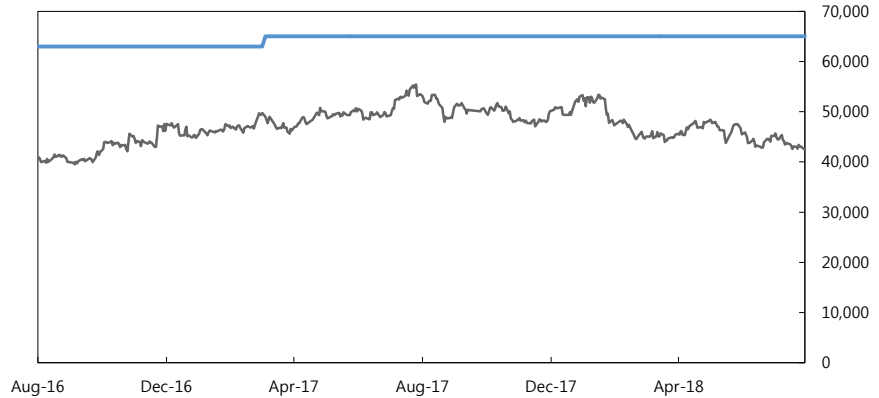
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
총영업이익	8,782	9,184	10,140	10,594	11,205
순이자이익	7,205	7,843	8,580	9,058	9,573
이자수익	11,236	11,799	13,606	14,991	16,369
이자비용	4,031	3,956	5,025	5,933	6,796
비이자이익	1,577	1,341	1,560	1,536	1,631
순수수료 수익	1,566	1,711	1,977	2,010	2,103
유가증권 처분/평가	1,170	826	1,015	1,101	1,120
기타비이자이익 항목	(1,159)	(1,195)	(1,431)	(1,576)	(1,591)
대손상각비+충당부채순전입액	1,165	544	774	865	984
순영업수익	7,617	8,640	9,366	9,729	10,221
판관비	4,509	4,811	4,707	4,854	4,956
인건비	2,826	3,148	2,977	3,094	3,147
각종 상각비	252	240	244	247	250
고정비성 경비	505	502	527	535	552
변동비성 경비	926	921	959	978	1,007
영업이익	3,109	3,829	4,659	4,876	5,265
영업외이익	62	(32)	(1)	(64)	(64)
(총당금적립전이익)	4,336	4,341	5,432	5,676	6,184
법인세비용차감전계속사업이익	3,170	3,796	4,658	4,812	5,201
법인세비용	346	848	1,272	1,309	1,415
(실세율)(%)	10.9	22.3	27.3	27.2	27.2
계속사업이익	2,825	2,948	3,386	3,503	3,786
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,825	2,948	3,386	3,503	3,786
(지배주주지분)당기순이익	2,775	2,918	3,352	3,471	3,752

Valuation

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당 지표(원)					
BPS(KIS기준)	63,976	67,738	72,276	77,800	83,817
EPS(KIS기준)	5,736	6,116	6,999	7,225	7,817
DPS	1,450	1,450	1,700	1,800	2,000
주가 지표(배)					
P/B	0.71	0.73	0.59	0.55	0.51
P/E	7.9	8.1	6.1	5.9	5.4
P/PPE	5.5	6.8	4.9	4.7	4.3
배당수익률(%)	3.2	2.9	4.0	4.2	4.7
배당성장(%)	24.8	23.6	24.1	24.6	25.3
ROE 분해(%)					
ROE	9.1	9.6	10.3	10.0	10.0
레버리지(배)	12.4	13.0	13.3	13.4	13.0
이자부자산 비율	86.4	87.0	86.4	86.0	86.3
순이익/이자부자산	0.85	0.84	0.90	0.87	0.90
순이자이익률	2.25	2.28	2.33	2.29	2.31
비이자이익률	0.49	0.39	0.42	0.39	0.39
대손상각비율	(0.36)	(0.16)	(0.21)	(0.22)	(0.24)
판관비율	(1.41)	(1.40)	(1.28)	(1.23)	(1.20)
기타이익률	(0.12)	(0.27)	(0.36)	(0.37)	(0.38)

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
신한지주(055550)	2016.07.22	매수	63,000원	-30.3	-21.0
	2017.03.20	매수	65,000원	-23.6	-14.8
	2018.03.20	1년경과		-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 14일 현재 신한지주 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 신한지주 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.