

Note

기업분석

신한지주 (055550.KS)

2008년 2월 5일

Buy (유지)

목표주가 73,000원 (유지)

Analyst

백 동 호

02)768-7606, daniel.baek@wooriwm.com

김 주 원

02)768-7152, brandon.kim@wooriwm.com

4분기 실적: 높은 수익성, Business model 가치가 주가 상승 모멘텀. Buy 유지

투자의견 Buy와 목표주가 73,000원 유지

신한지주에 대한 Buy 투자의견과 목표주가 73,000원을 유지한다. 4분기 실적이 표면상 저조했지만 일회적 요인에 주로 기인하기 때문이며, 아울러 순이자마진과 부실여신비율 등 주요 경영지표가 개선되었기 때문이다. 한편 4분기 실적을 반영하여 실적 추정치를 향후 Update할 계획인데, 변동폭은 크지 않을 것으로 예상된다.

수익성 여전히 높고, 보험업법 개정시 Business model 가치 재부각 전망

신한지주에게 2008년은 내실을 다지는 시기가 될 전망이다. 따라서 지난 몇 년간과 같은 M&A를 통한 대규모 변화는 발생하지 않을 전망이다. 그러나 당사는 경쟁은행 대비 신한지주의 PBR 프리미엄이 다시 확대될 가능성이 높은 것으로 판단한다. 왜냐하면 순이자마진이 3.89%(신한카드 포함, 2007년 누적 기준)로 은행 중 가장 높고, Business model이 잘 갖추어져 있기 때문이다. 특히 당사는 보험업법 개정이 이슈가 되면서 신한지주 Business model의 가치가 재부각될 것으로 전망한다. 비슷한 예로 2007년 자통법이 제정되면서 굿모닝신한증권을 보유한 점이 프리미엄 요인으로 작용한 바 있다.

4분기 실적: 내용 측면에서 양호한 실적으로 판단

신한지주 4분기 실적은 비카드 IPO 관련 이익을 제외하고는 대체로 당사 예상과 비슷했다. 한편 순이자마진과 부실여신비율 등 내용 측면은 양호한 실적으로 판단한다. 신한지주 4분기 실적의 특징은 1) 순이익 2,257억원으로 당사 예상을 상회. 다만 일회적 요인(순손실) 4,290억원(세후 기준) 제외시 6,547억원으로 예상 수준, 2) 신한은행은 이자이익 호조로 당사 예상을 47.4% 상회, 신한카드는 비카드 관련 이익 제외 시 당사 예상보다 다소 저조, 3) 순이자마진은 전분기대비 0.14%p, 일회성 제외시 0.09%p 상승(은행 기준), 4) 부실여신비율은 1.00%, Coverage ratio는 192%로 전분기 대비 개선(그룹 기준), 5) 신규 부실여신 규모는 3분기 834억원에서 4분기 1,316억원으로 증가(은행 기준) 등으로 요약할 수 있다.

[기준일: 2008. 2. 4]

- 주가: 50,700원 (보통주)
- 시가총액: 20,087.3십억원
- 자본금: 1,980.9십억원
- 52주 최고가: 66,200원
- 최저가: 45,150원
- 외국인지분율: 56.7%
- 배당수익률(2007): 1.7%

신한지주 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2006	2007E	2008F	2009F
운영업수익	5,454.0	8,502.8	7,876.6	8,661.2
당기순이익	1,832.7	2,318.1	2,109.8	2,339.6
BPS	23,433	19,568	23,802	28,452
EPS	5,044	5,968	5,374	5,938
PER	9.4	9.0	9.4	8.5
PBR	2.0	2.7	2.1	1.8
NIM(은행기준)	2.55	2.31	2.30	2.34
ROE	24.1	28.2	24.8	22.7

주: 영업권 차감후 기준

자료: 신한지주, 우리투자증권 리서치센터 전망

- 당사는 자료 작성일 현재 '신한지주' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 자료에 언급된 기업들의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 '신한지주'를 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 Buy와 목표주가 73,000원 유지

신한지주에 대한 Buy 투자의견과 목표주가 73,000원을 유지한다. 4분기 실적이 표면상 저조했지만, 일회적 요인에 주로 기인하기 때문이다. 아울러 순이자마진과 부실여신비율 등 주요 경영지표가 개선되었기 때문이다. 한편 4분기 실적을 반영하여 실적 추정치를 향후 Update할 계획인데, 변동폭은 크지 않을 것으로 예상된다.

4분기 실적: 내용 측면에서 양호한 실적으로 판단

신한지주 4분기 실적은 비자카드 IPO 관련 이익을 제외하고는 대체로 당사 예상과 비슷했다. 한편 순이자마진과 부실여신비율 등 내용 측면은 양호한 실적으로 판단한다. 신한지주 4분기 실적의 특징은 다음과 같다.

1) 순이익 2,257억원으로 당사 예상을 상회. 다만 일회적 요인(순손실) 4,290억원(세후 기준) 제외시 6,547억원으로 예상 수준

일회적 손실 요인으로 신한카드 미사용한도 추가충당금 2,871억원, 신한은행 금감원 총당금 제도변경에 따른 추가 충당금 1,369억원, 신한은행 특별퇴직금 994억원, 휴면예금 관련 기타충당금 전입 372억원 등이 있고, 일회적 이익 요인으로는 비자카드 IPO 관련 주식 수증이익 946억원, 대경기계 주식 매각이익 318억원, ABS 관련 미수이자 52억원 등이 있었다(세후 기준).

2) 자회사별로 보면 신한은행은 이자와 비이자 모두 당사 예상을 상회, 신한카드는 당사 예상보다 다소 부진

신한은행 실적에서 특징적인 부분은 이자이익과 비이자이익 모두 호조를 보였다. 이자이익은 순이자마진이 당사 예상보다 양호하게 나타난 점과 자산증가율이 높았다는 점에 기인하여 당사 예상을 3.8% 상회했고, 비이자이익도 펀드판매수수료 등에서 호조를 보이며 당사 예상을 36.4% 상회했다. 다만 대손상각비는 3,665억원으로 금감원 요인을 감안하더라도 당사 예상보다 확대되었다.

한편 신한카드 순이익도 927억원으로 당사 예상을 810억원 상회했는데, 비자카드 IPO 관련 주식 수증이익 946억원에 주로 기인한다. 이 부분을 제외할 경우는 당사 예상보다 다소 부진했다. 이는 당사 예상보다 대손상각비가 17.3% 많이 소요된 것에 주로 기인한다.

3) 순이자마진은 전분기대비 0.14%p, 일회성 제외시 0.09%p 상승(은행 기준)

신한은행의 경우 신용카드 수수료의 이월효과(9월 추석 연휴로 인해 9월 사용분 중 일부가 10월 수수료가익으로 이월된 효과)가 없이 순이자마진이 큰 폭 상승한 점이 긍정적이다. 이는 4분기가 결산분기라는 계절적 효과에도 일부 기인하고 있으나, 순이자마진 방어를 위한 은행의 적극적인 대출금리 재조정 효과로 판단한다.

4) 부실여신비율은 1.00%, Coverage ratio는 192%로 전분기 대비 개선(그룹 기준)

5) 신규 부실여신 규모는 3분기 834억원에서 4분기 1,316억원으로 증가(은행 기준)

부실여신비율이나 연체비율 등은 대체로 안정적인 모습을 보였다. 한편 상각과 매각을 감안한 신규 부실여신 규모는 4분기 1,316억원으로 증가하여 전분기 대비 확대되는 모습을 보였다. 이는 다른 은행과 같이 중소기업대출 부문에서 부실 발생 규모가 다소 확대된 것에 주로 기인하는 것으로 추정한다. 다만 은행의 관리 범위 내에 있는 것으로 보이며 은행의 수익성을 훼손하는 수준으로 확대되지는 않을 것으로 판단한다.

신한지주 4분기 일회성 손익 요약표

(단위: 십억원)

공표 순이익		225.7
수익(세후)	비자카드 IPO 관련 주식 수증이익	- 94.6
	대경기계 주식 매각이익	- 31.8
	ABS 관련 미수이자	- 5.2
비용(세후)	신한카드 미사용한도 추가충당금	+ 287.1
	금감원 총당금 제도변경에 따른 추가 충당금	+ 136.9
	신한은행 특별 퇴직금	+ 99.4
	휴면예금 관련 기타충당금 전입	+ 37.2
일회성 제외 순이익		654.7

자료: 신한지주, 우리투자증권 리서치센터

신한지주 4분기 실적

(단위: 십억원, %)

	4Q06	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07(P)				
					발표치	y-y	q-q	당사추정	Consensus
순영업수익	1,328.5	2,593.3	2,068.8	1,922.6	2,015.0	51.7	4.8	1,918.1	na
대손상각비	266.0	77.5	176.7	72.7	614.7	131.1	745.0	610.6	na
영업이익	259.3	1,575.6	1,037.8	846.9	231.0	-10.9	-72.7	127.9	548.5
순이익	250.5	959.8	686.6	524.2	225.7	-9.9	-56.9	41.6	453.0

자료: 신한지주, FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

신한은행 4분기 실적

(단위: 십억원, %)

	4Q06	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07(P)				
					발표치	y-y	q-q	당사추정	Consensus
순영업수익	1,104.6	1,778.4	1,511.3	1,192.0	1,349.0	22.1	13.2	1,213.4	-
대손상각비	238.2	51.9	114.4	33.4	366.5	53.9	998.9	280.7	-
영업이익	234.3	1,141.4	924.1	588.6	257.2	9.7	-56.3	184.1	-
순이익	249.1	827.8	710.0	316.1	197.4	-20.8	-37.5	133.9	-

자료: 신한지주, 우리투자증권 리서치센터

주요경영지표

(단위: %)

	4Q06	3Q07	4Q07	q-q(%p)	y-y(%p)
NIM	2.36	2.21	2.30	0.09	-0.06
NPL 비율 (그룹기준)	0.85	1.06	1.00	-0.06	0.15
Coverage ratio	180.0	178.0	192.0	14.0	12.0
연체비율					
가계	0.61	0.51	0.41	-0.10	-0.20
중소기업	0.85	1.24	1.10	-0.14	0.25
신용카드	3.98	3.06	3.40	0.34	-0.58

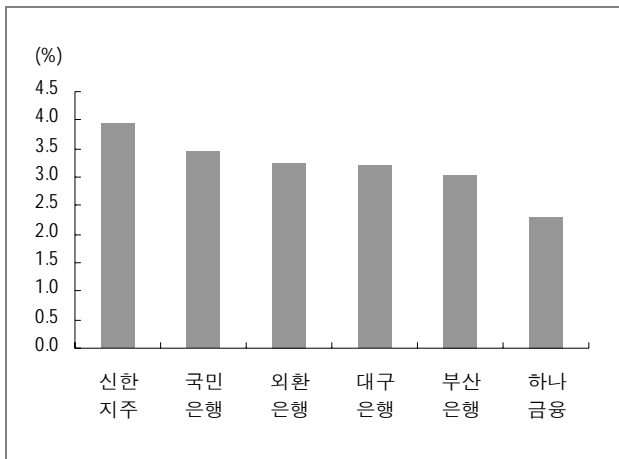
주: 신한은행 기준, NPL 비율 그룹 기준, 신용카드 연체비율은 통합 신한카드 기준, NIM은 일회성 요인 제외 기준

자료: 신한지주, 우리투자증권 리서치센터

수익성 여전히 높고, 보험업법 개정시 Business model 가치 재부각 전망

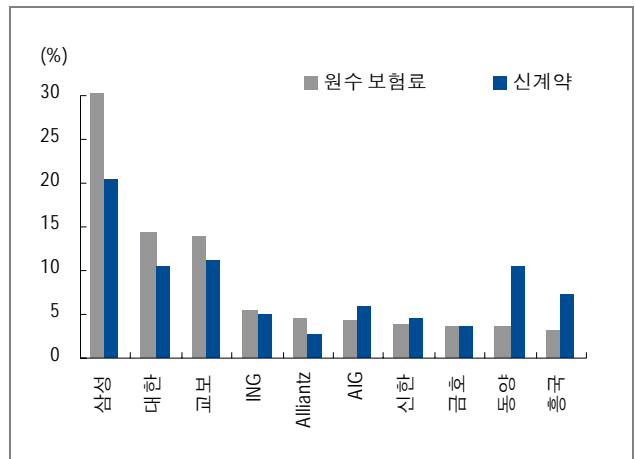
신한지주에게 2008년은 내실을 다지는 시기가 될 전망이다. 따라서 과거 몇 년간과 같은 M&A를 통한 대규모 변화는 발생하지 않을 전망이다. 그러나 당사는 경쟁은행 대비 신한지주의 PBR 프리미엄이 다시 확대될 가능성이 높은 것으로 판단한다. 왜냐하면 순이자마진이 3.89%(신한카드 포함, 2007년 누적 기준)으로 은행 중 가장 높고, Business model 이 잘 갖추어져 있기 때문이다. 특히 당사는 보험업법 개정이 이슈가 되면서 신한지주 Business model의 가치가 재부각 될 것으로 전망한다. 비슷한 예로 2007년 자통법이 제정되면서 굿모닝신한증권을 보유한 점이 프리미엄 요인으로 작용한 바 있다.

은행별 순이자마진



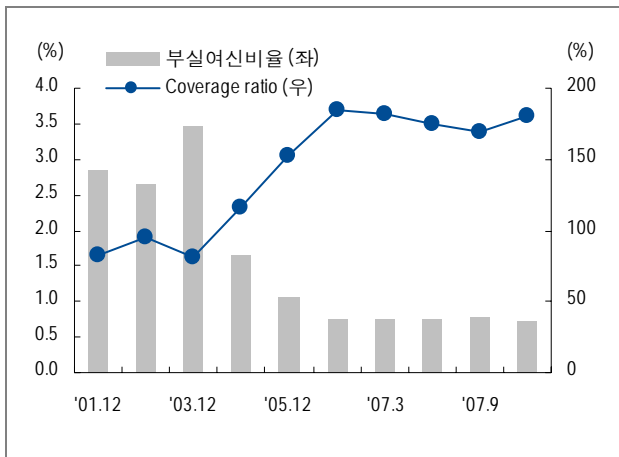
주: 신한금융지주는 LG 카드 포함
자료: 업계

신한생명 시장점유율



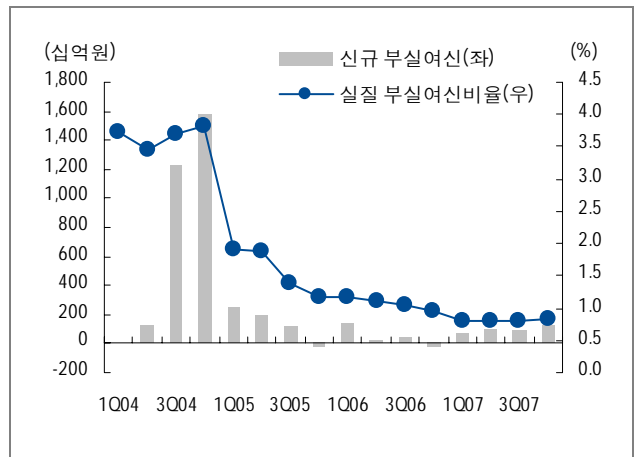
주: 2007년 10월 기준 (누적 4월~10일)
자료: 월간생명보험통계, 우리투자증권 리서치센터

신한은행 부실여신비율과 Coverage ratio 추이



주: 신한은행 기준
자료: 신한지주, 우리투자증권 리서치센터

신한은행 실질 부실여신비율과 신규 부실여신 추이



주: 실질 부실여신비율
=(고정이하여신+상각+매각)/(총여신+상각+매각)*100
자료: 신한지주, 우리투자증권 리서치센터

<참고> IR 기업설명회의 주요 Comment

기업설명회 중 신한지주 경영진의 Comment 주요 내용은 다음과 같다.

- **(배당정책)** 2007년 배당은 전년의 900원을 유지할 계획. 조흥은행 인수시 조달했던 상환우선주의 만기도 래로 상환 부담이 있어 2008년까지는 배당을 적극적으로 확대하기는 어려움. 그러나 2009년 이후에는 상환 부담이 크지 않아 배당성장 확대를 검토할 수 있음
- **(2008년 전략)** 은행업과 신용카드업은 업계를 리딩하는 Position이므로 2008년은 업계 내에서 입지가 취약한 증권업, 보험업, 자산운용업을 업계 상위권으로 진입시키는 데 중점을 둘 계획. 자산운용사와 관련하여 신한BNP와 SH자산운용의 통합 여부는 외부에서 컨설팅을 받는 등 다각도의 검토를 진행 중에 있음
- **(Sub prime CDO)** 신한은행은 Sub Prime 관련 CDO를 5.3백만불 보유하고 있고, 이 중 30% 감액하여 향후 실적에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 보고 있음
- **(Business model)** 2008년에는 은행과 비은행 수익 비중을 57:43로 설정하고 있음
- **(해외 부문 비중 확대)** 2007년 4% 수준에 머물고 있는 해외 부문의 이익 비중을 2012년 12%, 2015년 15% 수준까지 확대할 계획임
- **(2008년 자산증가 및 순이자마진)** 2008년 순이자마진은 다소 하락할 가능성 있을 것으로 보고 있음. 그러나 2008년에는 성장보다는 순이자마진 관리에 중점을 둘 것이며, 자산증가율도 낮게 설정했음. 다른 은행들의 경우에도 순이자마진 압박이 심하기 때문에 경쟁적으로 대출 늘리기는 쉽지 않을 것으로 보고 있음
- **(자기자본비율)** 신BIS 적용시 기본자기자본비율이 0.9~1.0% 가량 하락할 것이기 때문에 은행으로부터 받는 배당을 탄력적으로 운용할 계획. LG카드로부터 자산양수도 대금을 받기 때문에 은행에서 대규모 배당은 받지 않아도 되는 상황임

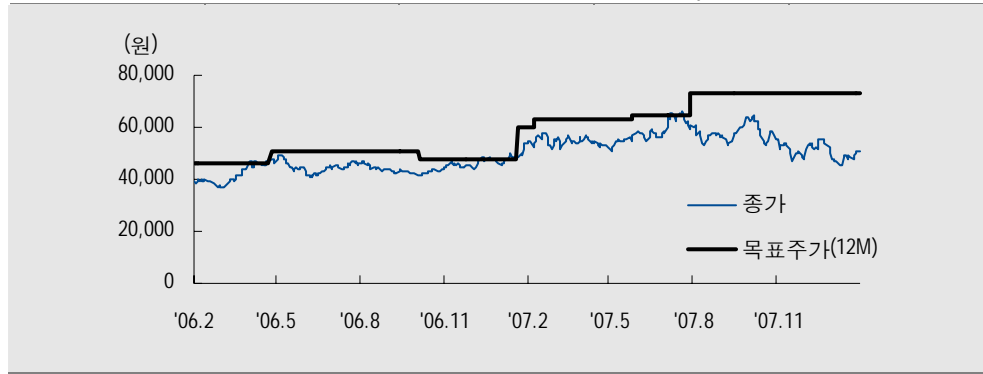
INCOME STATEMENT					GROWTH RATES				
(십억원)	2006/12E	2007/12E	2008/12F	2009/12F	(%)	2006/12E	2007/12E	2008/12F	2009/12F
이자이익	4,470.0	6,352.7	6,660.0	7,343.6	Balance sheet items				
비이자이익	984.1	2,150.1	1,216.7	1,317.6	자산총계	10.4	25.5	8.6	8.7
순영업수익	5,454.0	8,502.8	7,876.6	8,661.2	대출대권	14.5	17.6	8.3	9.7
대손상각비	584.6	937.6	677.2	940.7	가계대출	10.6	12.5	5.6	9.1
판매관리비	2,839.5	3,977.0	4,013.8	4,217.4	기업대출	19.8	7.7	10.3	10.2
영업이익	2,030.0	3,588.3	3,185.6	3,503.1	신용카드	5.1	269.9	7.2	9.9
영업외이익	483.6	66.4	37.9	38.5	예수금	9.0	12.2	7.1	8.6
세전순이익	2,513.6	3,654.7	3,223.6	3,541.6	차입금	6.1	44.3	10.8	7.0
법인세	671.2	1,264.1	1,102.4	1,188.7	사채	29.1	42.7	8.8	10.1
외부주주지분	9.8	72.5	11.4	13.3					
당기순이익	1,832.7	2,318.1	2,109.8	2,339.6	Income Statement items				
					순영업수익	6.8	55.9	-7.4	10.0
					대손상각비	-35.2	60.4	-27.8	38.9
					판매관리비	16.9	40.1	0.9	5.1
					영업이익	14.3	76.8	-11.2	10.0
					당기순이익	5.8	26.5	-9.0	10.9

BALANCE SHEET					PER SHARE DATA AND VALUATIONS				
(십억원)	2006/12E	2007/12E	2008/12F	2009/12F		2006/12E	2007/12E	2008/12F	2009/12F
현금과 예치금	11,273.5	10,786.4	11,916.2	13,142.3	수정발행주식수 (백만주)	374.4	410.9	410.9	410.9
유가증권	31,284.4	41,797.0	45,914.8	48,243.2	배당금 (십억원)	392.2	637.4	714.7	790.1
대출채권	121,396.2	142,707.1	154,586.3	169,621.8	주당배당금 (원)	900	1,000	1,200	1,400
가계대출	46,097.5	51,849.5	54,738.0	59,728.1	배당성장 (%)	21.4	27.5	33.9	33.8
기업대출금	72,864.9	78,504.7	86,595.6	95,389.0	EPS (원)	5,044	5,968	5,374	5,938
신용카드	3,219.2	11,908.9	12,767.9	14,032.0	BVPS (원)	23,433	19,568	23,802	28,452
기타	1,127.6	3,154.1	3,415.5	3,695.9	PBR (배)	2.0	2.7	2.1	1.8
(대손충당금)	1,873.0	2,710.1	2,930.7	3,223.2					
고정자산	3,690.0	2,192.2	1,973.1	1,780.7					
기타자산	10,081.0	25,526.0	27,809.8	30,395.0					
자산총계	177,725.2	223,008.7	242,200.1	263,183.0					
예수금	99,759.5	111,892.8	119,835.5	130,178.0					
차입금	16,892.2	24,369.0	27,007.6	28,885.5					
사채	29,484.8	42,067.0	45,763.7	50,384.6					
기타부채	20,468.9	27,936.2	32,000.1	34,757.4					
부채총계	166,605.3	206,265.0	224,607.0	244,205.5					
자본금	2,170.8	2,462.5	2,462.5	2,462.5					
자기자본	11,119.9	16,743.7	17,593.2	18,977.5					

RATIO ANALYSIS				
	2006/12E	2007/12E	2008/12F	2009/12F
Capital adequacy (%)				
BIS ratio	12.0	11.2	10.9	10.7
Tier1	7.8	7.4	7.1	6.9
Asset Quality (%)				
NPL ratio				
Substandard & below	0.8	0.8	0.8	0.8
LLP to Loan (%)	0.4	0.2	0.3	0.3
LLR to Loan (%)	1.5	1.3	1.3	1.3
Management Efficiency & Profitability (%)				
ROA	1.1	1.2	1.0	1.0
ROE	24.1	28.2	24.8	22.7
Equity leverage (x)	22.0	24.5	25.7	23.3
Cost-Income ratio	52.1	46.8	51.0	48.7
Net Interest Margin	2.5	2.3	2.3	2.3
Net Interest Spread	2.8	2.5	2.6	2.6

<투자등급 및 목표주가 변경 내역>

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가(원)
신한지주	055550.KS	2007.08.03	Buy	73,000 원(12개월)
		2007.05.31	Buy	65,000 원(12개월)
		2007.02.13	Buy	63,200 원(12개월)
		2007.01.26	Buy	60,200 원(12개월)
		2006.10.10	Hold	47,700 원(12개월)
		2006.08.01	담당 Analyst 변경	
		2006.05.02	Buy	51,000 원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings)

2007년 12월 17일부터 당사 종목 투자등급(Stock Ratings)을 종전 3단계(Buy/Hold/Reduce)에서 'Strong Buy' 등급을 추가한 4단계(Strong Buy/Buy/Hold/Reduce)로 변경하오니 투자판단에 참고하시기 바랍니다. 'Strong Buy'는 Buy 등급 중 High Conviction 종목을 의미합니다.

1. 대상기간: 12개월
2. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률이
 - Strong Buy : Buy 등급 중 High Conviction 종목
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : 0% ~ 15%
 - Reduce : 0% 미만