

**신한지주**  
(055550)

## 총자산대비 대손비용률 0.3%의 위력



최정욱, CFA 769.3837  
cuchoi@daishin.com

**BUY**

[ 매수, 유지 ]

은행업종

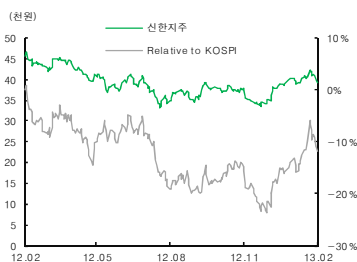
현재가 39,200원

목표주가  
(유지)

51,000

|              |                                    |
|--------------|------------------------------------|
| KOSPI        | 1,931.77                           |
| 시가총액         | 18,589 십억원                         |
| 시가총액비중       | 1.7%                               |
| 자본금(보통주)     | 25,896 십억원                         |
| 52 주 최고/최저   | 46,650 원 / 33,350 원                |
| 120 일 평균거래대금 | 421 억원                             |
| 외국인지분율       | 63.2%                              |
| 주요주주         | 국민연금공단 7.3%<br>BNP Paribas SA 6.4% |

| 주가수익률(%) | 1W   | 1M   | 3M  | 12M   |
|----------|------|------|-----|-------|
| 절대수익률    | -4.3 | -2.7 | 4.3 | -14.4 |
| 상대수익률    | -2.8 | 1.3  | 4.6 | -12.2 |



### 투자포인트

- 4분기 순익 4,199억원으로 예상치 소폭 상회해 4분기 실적이 은행 중 가장 양호
- NIM 급락하고 비이자도 부진했지만 대손비용이 크게 감소했기 때문. 대손비용률 0.3%의 위력
- 카드자산 요주의 증가는 리볼빙채권 재분류에 기인. 카드사 이익 감소 폭은 9.3%에 그칠 듯

### Comment

#### 투자 의견 매수, 목표주가 51,000원 유지

신한지주에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 51,000원을 유지한다. 목표주가는 2013년말 추정 BPS 대비 목표 PBR 0.9배를 적용해 산출한 것이다. 4분기 순익은 전분기대비 13.4% 감소한 4,199억원으로 우리예상치를 상회해 은행 중 가장 선방한 것으로 추정된다. 비록 순이자마진이 15bp 하락해 순이자이익이 6.2%나 감소하고, 유가증권 감액손 및 조선사 파생상품 CVA 평가 관련손 등으로 비이자이익도 부진했지만 대손상각비가 큰폭 감소했기 때문이다. 조선·해운사 완전자본잠식업체에 대한 총당금 평가방법 변경에도 불구하고 관련 여신이 적어 추가 총당금 적립액이 크지 않았고, 신규 부실 발생이 매우 미미해 경상 총당금도 크게 낮아졌다. 일회성 요인을 제외한 경상 순이익은 약 5,500억원 수준으로 판단된다. 은행 중 실적이 가장 뛰어난데다 새정부 출범 이후에 제기될 수 있는 경영진리스크에서 자유로울수 있다는 점도 매력적인 요인이다. 은행 최선호주로 계속 유지한다.

#### 총자산대비 대손비용률 0.3%의 위력. 2013년 우리 가정치 0.43%는 매우 보수적인 수준

4분기 그룹 대손총당금은 2,320억원으로 전분기대비 42% 감소했고, 총자산대비 대손비용률로는 0.3%에 불과했다. 타행대비 NIM이 크게 하락했음에도 불구하고 분기 ROA 0.6%를 유지할 수 있는 비결이다. 주된 이유는 매·상각전 은행 실질 연체와 고정이하여신 순증액이 각각 3,200억원과 2,200억원으로 전분기대비 크게 낮아지면서 자산건전성이 크게 개선되고 있기 때문이다. 실질 여신 순증액도 100억원에 불과했다. 우리는 올해 신한지주의 총자산대비 대손상각비율을 0.43%로 가정하고 있는데 설령 향후 경기 악화를 감안시에도 현재의 건전성 추세를 고려할 때 다소 보수적인 수준으로 판단된다. 올해 실제 대손총당금은 우리가정치인 1.3조원을 하회하면서 향후 이익추정치가 상향될 가능성이 더 높다고 판단된다.

#### 카드자산 요주의 증가는 금감원 권고에 따른 리볼빙 채권 재분류에 기인

카드자산 중 요주의가 약 4,500억원 정도 순증했는데 이는 금감원 지시에 따라 사용액이 한도 80%를 넘는 리볼빙 채권의 경우 건전성을 요주의로 재분류했기 때문이다. 다만 이에 따른 총당금은 대손준비금으로 적립했기 때문에 순익 영향은 없었다(대손준비금 약 2,300억원 정도 증가 추정). 신한카드의 경우 경쟁사인 삼성카드와는 달리 판관비 감소세가 아직 두드러지지는 않고 있지만 신용카드 가맹점수수료를 인하여 따른 영향을 상쇄하기 위해 카드 판관비는 1분기부터 점진적으로 감소할 것으로 추정된다. 취급액 성장률과 마케팅비용 감소분을 고려시 가맹점수수료를 인하여도 불구하고 올해 카드사 이익은 6,800억원으로 2012년 7,498억원 대비 약 9.3% 감소에 그칠 것으로 전망된다.

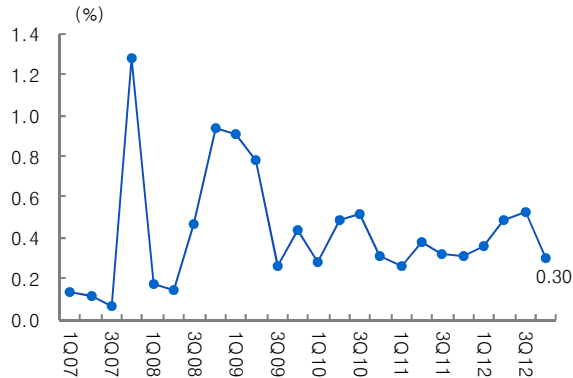
2012년 4분기 실적 비교

(단위: 십억원 %)

| 구분     | 확정치   |         | 잠정치     |       | QoQ   | 작성추정치 | 컨센서스  | 대신증권 추정치 |         |      |
|--------|-------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|----------|---------|------|
|        | 4Q11  | 3Q12    | 4Q12(A) | oY    |       |       |       | 4Q12     | 1Q13(F) | YoY  |
| 총전영업이익 | 858.1 | 1,046.2 | 829.1   | -3.4  | -20.7 | 963.0 | NA    | 1,153.9  | -17.7   | 39.2 |
| 세전이익   | 660.5 | 655.2   | 615.3   | -6.8  | -6.1  | 642.4 | NA    | 823.8    | -28.1   | 33.9 |
| 순이익    | 506.7 | 485.0   | 419.9   | -17.1 | -13.4 | 403.9 | 480.0 | 558.7    | -32.4   | 33.0 |

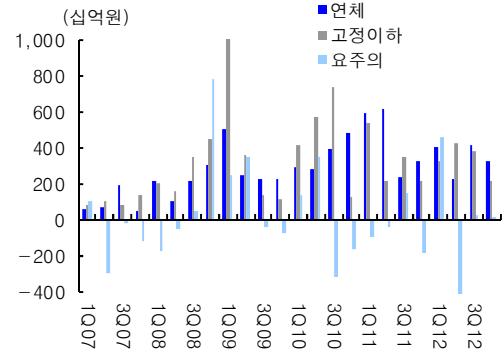
자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. 총자산대비 대손비용률 추이



주: 분기 연율화 기준

그림 2. 상·매각 전 실질 연체 및 고정이하여신 순증액 추이



주: 매·상각 전 실질 순증액 기준

그림 3. 신한지주 그룹사별 순이익 추이

|                 | 1Q09  | 2Q09  | 3Q09  | 4Q09  | 1Q10  | 2Q10  | 3Q10  | 4Q10  | 1Q11  | 2Q11  | 3Q11  | 4Q11  | 1Q12  | 2Q12  | 3Q12  | 4Q12  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 은행 (a)          | 50.0  | 209.1 | 286.6 | 188.0 | 545.8 | 368.2 | 464.3 | 181.3 | 577.7 | 731.4 | 469.3 | 212.4 | 592.1 | 349.4 | 289.5 | 312.5 |
| 비은행 (b)         | 119.3 | 267.9 | 260.9 | 126.5 | 270.2 | 268.9 | 235.3 | 238.6 | 393.2 | 278.0 | 281.2 | 333.9 | 287.4 | 332.3 | 247.4 | 168.5 |
| 신한카드            | 68.0  | 147.9 | 171.4 | 166.5 | 186.4 | 188.7 | 139.4 | 152.6 | 261.5 | 194.7 | 187.1 | 234.1 | 191.2 | 245.8 | 156.9 | 163.4 |
| 신한금융투자          | 2.5   | 66.1  | 26.9  | -69.4 | 11.2  | 10.8  | 33.5  | 39.5  |       | 25.3  | 25.5  | 25.1  | 23.5  | 9.8   | 28.7  | 1.5   |
| 신한생명            | 33.8  | 36.9  | 41.4  | 22.8  | 53.4  | 50.5  | 40.6  | 25.4  | 64.2  | 41.7  | 73.5  | 60.9  | 66.7  | 67.4  | 53.2  | 25.3  |
| 신한캐피탈           | 10.1  | 8.4   | 13.4  | 3.6   | 13.7  | 8.9   | 15.0  | 16.3  | 39.8  | 8.0   | -11.0 | 17.7  | 7.5   | 5.3   | 7.4   | -15.8 |
| 신한BNPP자산운용      | 3.6   | 7.3   | 7.1   | 2.6   | 6.7   | 6.3   | 6.2   | 6.6   | 6.5   | 6.1   | 5.6   | 4.6   | 5.6   | 5.1   | 4.9   | 4.5   |
| 신한신용정보          | 0.4   | 0.4   | 0.2   | 0.1   | 0.3   | 0.4   | 0.5   | -0.2  | 0.3   | 0.2   | -0.1  | -1.1  | -0.5  | 0.4   | -0.1  | 0.2   |
| 신한프라이빗에쿼티       | 1.3   | 0.8   | 1.0   | 0.5   | 0.8   | 1.0   | 0.1   | -1.7  | -0.6  | 0.9   | -0.1  | -7.8  | 0.2   | 0.1   | 0.4   | 0.3   |
| 신한저축은행          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | -6.1  | -2.8  | -4.3  | -11.4 |
| 신한금융지주 (c)      | -51.4 | -37.0 | -56.2 | -58.4 | -37.0 | -48.5 | -47.6 | -55.6 | -46.6 | -44.6 | -46.3 | -39.6 | -53.2 | -50.4 | -51.8 | -61.1 |
| 연결당기순이익 (a+b+c) | 117.9 | 440.0 | 491.2 | 256.2 | 779.0 | 588.6 | 652.0 | 364.3 | 924.3 | 964.8 | 704.2 | 506.7 | 826.3 | 631.4 | 484.9 | 420.0 |
| 비은행 이익기여도 (%)   | 101.2 | 60.9  | 53.1  | 49.4  | 34.7  | 45.7  | 36.1  | 65.5  | 42.5  | 28.8  | 39.9  | 65.9  | 34.8  | 52.6  | 51.0  | 40.1  |

주: 외부주주지분 제외, 영업권 상각 이후 연결 순이익 기준

신한지주 4분기 실적 요약

(단위: 십억원 %)

|                | 4Q11  | 1Q12  | 2Q12  | 3Q12  | 4Q12  | (QoQ, %) | (YoY, %) |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|----------|
| 순이자이익          | 1,784 | 1,763 | 1,742 | 1,787 | 1,677 | -6.2     | -6.0     |
| 순수수료이익         | 402   | 361   | 346   | 345   | 312   | -9.5     | -22.3    |
| 당기순이익인식 금융상품이익 | -556  | -207  | 92    | -226  | -191  | NA       | NA       |
| 가타비이자이익        | 562   | 462   | 32    | 246   | 24    | -90.4    | -95.8    |
| 총영업이익          | 2,192 | 2,380 | 2,212 | 2,152 | 1,822 | -15.3    | -16.9    |
| 판관비            | 1,334 | 977   | 986   | 1,106 | 993   | -10.2    | -25.6    |
| 총전영업이익         | 858   | 1,402 | 1,226 | 1,046 | 829   | -20.7    | -3.4     |
| 영업외이익          | 25    | 9     | 4     | 8     | 18    | 111.3    | -29.1    |
| 대손상각비          | 222   | 265   | 361   | 399   | 232   | -42.0    | 4.1      |
| 세전이익           | 660   | 1,147 | 869   | 655   | 615   | -6.1     | -6.8     |
| 법인세비용          | 110   | 278   | 195   | 129   | 151   | 17.2     | 37.4     |
| 비자배주주지분이익      | 44    | 42    | 43    | 42    | 45    | 7.3      | 1.2      |
| 당기순이익          | 507   | 826   | 631   | 485   | 420   | -13.4    | -17.1    |

자료: 대신증권 리서치센터

신한지주 4분기 실적 항목별 특이 요인

| 항목      | 비고                                                                         |
|---------|----------------------------------------------------------------------------|
| 기타비이자이익 | 태산LCD 등 유가증권 감액손 315억원, 대출채권 매각손 359억원, 조선 파생상품 CVA 평가 관련 기타충당금 460억원      |
| 판관비     | 희망퇴직 포함 은행직군 조정 431억원, 할인율 조정 퇴직급여충당금 환입 960억원                             |
| 영업외이익   | 저축은행 및 신한비은행 영업권 상각 540억원                                                  |
| 대손상각비   | 대출채권 매각에 따른 충당금 환입 450억원, 조선해운 충당금 개별평가 변경 355억원, 캐피탈 선박금융 관련 추가 충당금 435억원 |

자료: 대산증권 리서치센터

영업 실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

|               | 2010A  | 2011A  | 2012F  | 2013F  | 2014F  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 총영업이익 (십억원)   | 8,514  | 9,281  | 9,097  | 8,656  | 9,148  |
| 세전이익 (십억원)    | 3,089  | 4,193  | 3,286  | 3,251  | 3,426  |
| 연결당기순이익 (십억원) | 2,384  | 3,100  | 2,363  | 2,202  | 2,327  |
| EPS (원)       | 4,876  | 5,986  | 4,562  | 4,252  | 4,493  |
| 증감율 (%)       | 82.6   | 22.8   | -23.8  | -6.8   | 5.7    |
| Adj. BPS (원)  | 42,621 | 49,113 | 53,233 | 57,144 | 61,201 |
| PER (배)       | 10.8   | 6.6    | 8.5    | 9.2    | 8.7    |
| PBR (배)       | 1.2    | 0.8    | 0.7    | 0.7    | 0.6    |
| ROE (%)       | 12.5   | 14.3   | 9.7    | 8.4    | 8.3    |
| ROA (%)       | 0.9    | 1.1    | 0.8    | 0.7    | 0.7    |

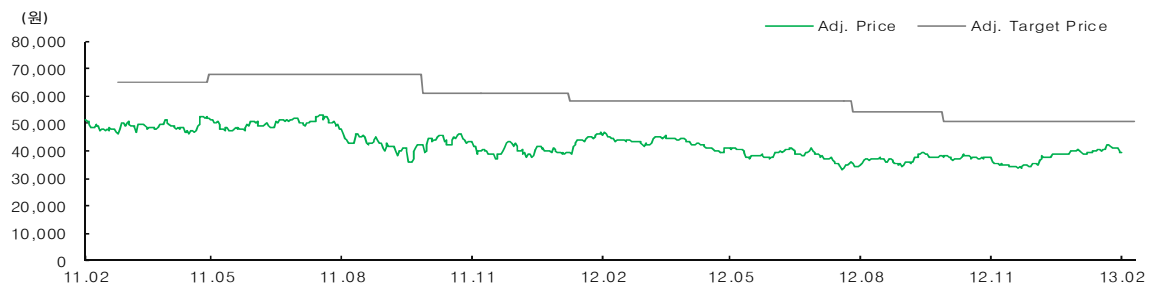
자료: 신한지주, 대산증권 리서치센터

## ▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다(담당자: 최정욱)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## ▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



| 제시일자 | 13.02.08 | 13.01.24 | 13.01.15 | 13.01.14 | 13.01.01 | 12.11.18 | 12.10.31 | 12.10.22 | 12.10.04 | 12.09.23 |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 투자의견 | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      |
| 목표주가 | 51,000   | 51,000   | 51,000   | 51,000   | 51,000   | 51,000   | 51,000   | 51,000   | 51,000   | 54,000   |
| 제시일자 | 12.08.01 | 12.07.01 | 12.06.22 | 12.06.04 | 12.05.03 | 12.04.03 | 12.03.28 | 12.03.22 | 12.02.10 | 12.01.15 |
| 투자의견 | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      |
| 목표주가 | 54,000   | 58,000   | 58,000   | 58,000   | 58,000   | 58,000   | 58,000   | 58,000   | 58,000   | 58,000   |
| 제시일자 | 11.11.21 | 11.11.12 | 11.10.26 | 11.10.03 | 11.08.04 | 11.07.11 | 11.06.30 | 11.06.23 | 11.06.02 | 11.05.05 |
| 투자의견 | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      |
| 목표주가 | 61,000   | 61,000   | 61,000   | 61,000   | 68,000   | 68,000   | 68,000   | 68,000   | 68,000   | 68,000   |

## ▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
  - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
  - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
  - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
  - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상