

은행/보험

산업이슈

2018. 09. 06

KB와 신한은행의 분岐, M&A냐 배당이나

News & Action

신한지주, 오렌지라이프 인수 및 2천억원 신탁방식 자사주매입 공시: 신한지주는 오렌지라이프생명(구 아이엔지생명)지분 59.15%를 22,989억원에 인수하기로 결정했다고 공시했다. 인수는 금융위원회의 승인 작업을 거쳐야 하기 때문에, 모든 작업은 2019년초에나 마무리될 것으로 예상된다. 또한 9/10부터 1년간 삼성증권 창구를 통해 신탁방식으로 자사주 2천억원을 매입하겠다고 공시했다. 신한지주는 일단 신한생명과 오렌지라이프생명을 독자적으로 운영할 예정인 것으로 알려지고 있다. 우리가 연초 발표했던 자료(1/3주 '은행과 보험 길길이 달렸다')에서 예상했던 것보다 부정적 효과는 덜하기 때문에 **신한지주의 투자 의견을 하향할 필요는 없어 Buy 의견을 유지한다.** 오렌지라이프생명의 경우, 장기적 관점에서 소액주주 가치의 안정성을 확신할 수 없어 **분석대상에서 제외한다.**

향후 관전 포인트

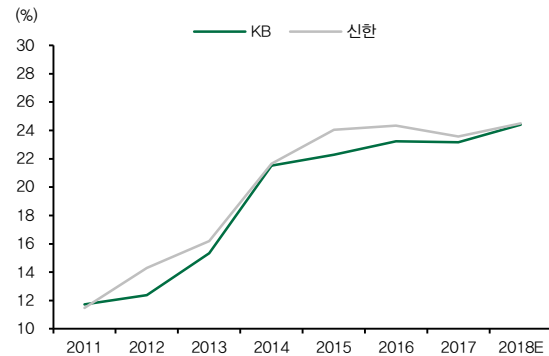
KB-신한의 분기(分岐), 연말 배당성향이 더 중요해졌음: 신한지주의 오렌지라이프 인수 가치판단은 은행의 잉여자본 활용문제와 직접적으로 연관된다. KB와 신한은행의 CET1비율에 상당한 차이가 있음에도 불구하고, 2011년 이후 양사의 배당성향은 채1%p의 차이를 보이지 않았다. ([도표 1, 2] 참조) 잉여자본은 결국 주주환원에 사용되던가, 다소 효율이 떨어지더라도 규모 및 범위 확대에 사용될 수밖에 없다. 당분간 대규모 자본을 필요로 하는 M&A 현실화 가능성이 없는 KB금융의 배당성향이 신한과 유의한 차이를 보이느냐가 관건이다. 올해말 KB의 배당이 신한보다 유의하게 높다면 양사의 주가는 차별화되겠지만, 그렇지 않다면 금번 신한지주의 승부수의 가치가 올라가게 된다.

Comment

왜 이전과 의견이 다른가? 신한생명 상황 및 신한지주 노력에 대한 평가: 신한지주의 재무비율은 아쉽지만 현재로서는 용납할만한 수준이다. 배당증대 여력 감소가 아쉽지만, 만약 어차피 배당을 늘리기 어려운 상황이었다면 이 또한 큰 문제는 되지 않을 것이다. ① CET1비율 하락폭은 35~40bp 수준에 그쳐, 12.5%선 지지는 가능할 전망이다. ② 3월말 기준 123%였던 이중레버리지는 128% 수준을 지킬 것으로 예상된다. ③ 신한생명의 자본확충 필요성이라는 약점을 감추는 좋은 계기가 될 것이다. ④ 기발행 신종자본 외 조달은 자회사 배당으로 충당할 예정이어서 총 외부조달은 10조선을 넘지는 않을 것이다. ⑤ 매입 자사주의 활용에 따라 100% 자회사화 과정에서 유종의 필요성을 현재저 줄일 수 있을 것이다. 이는 KB의 KB손보 100% 자회사화에서 이미 검증된 방식이다.

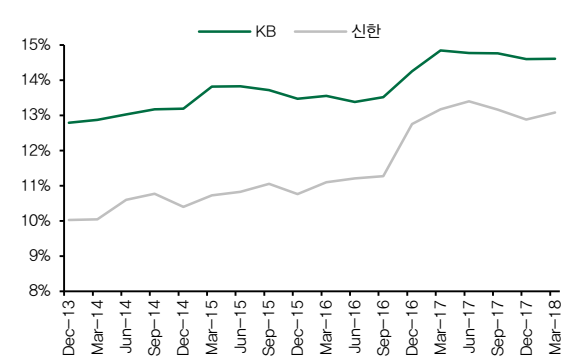
오렌지라이프생명, 안녕! 신한지주가 오렌지라이프 주주가치를 의도적으로 훼손할 리는 없겠으나, 대주주가 바뀌면 회사의 자본정책이 바뀌는 것은 당연한 일이다. 더 이상 잉여자본환원이라는 기존의 정책이 유지되리라 보기 어렵다. 이에 오렌지라이프생명, 현 아이엔지생명에 대한 자료발간 및 투자의 건/목표주가 제시를 중단한다.

도표 1. 2011 이후 배당성향, KB vs. 신한



자료: 공시자료, DB금융투자

도표 2. CET1비율, KB vs. 신한 (KB의 높은 잉여자본)



자료: 공시자료, DB금융투자

아이엔지생명 2019E 당기순이익 전망이 3,600억원이므로 신한지주가 가져오는 지배주주순이익은 2,130억원이다. 신한지주가 2.4조원을 신종자본증권과 회사채로 조달한다고 가정하면, 연간 직접이자 비용만도 857억원에 달할 것이다. 신한지주에서는 회사채 발행 대신 자회사 배당을 활용한다는 복안인데, 이 경우 외부자금조달이 줄어 재무적 안정성은 높아지겠으나 비용발생 측면에서는 결국 마찬가지로 된다.

따라서 증가하는 지배주주순이익은 1,200억원 내외로 신한지주 EPS증가 효과는 3.8% 수준이다. EPS 및 ROE 증가는 긍정적이지만, ① 일단 CET1비율 하락으로 배당여력이 다소 줄어들고, ② 회사채 차입이 9조원에 달해 재무적 위기대응 여력이 감소하며, ③ 향후 100% 자회사화 과정에 대한 불확실성이 있다는 점이 숙제로 남게 된다.

도표 3. 신한지주 조달구조 및 비용 예상

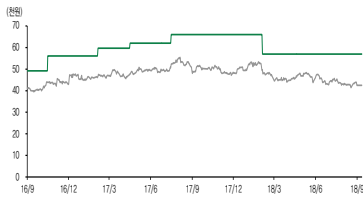
(단위: 억원)

종류	발행일	콜옵선	금리*	발행금액	연간이자
신종	2018-04-13	5년콜	4.08%	1,350	55
신종	2018-04-13	10년콜	4.56%	150	7
신종	2018-08-13	5년콜	5.88%	5,397	317
신종(발행예정)	8월말	5년, 혹은 10년콜	4.40%	4,000	176
회사채(회사채 조달 가정)	딜 성사 이후 예상	NA	2.50%	12,093	302
계				22,989	857

자료: 공시자료, DB금융투자

*: 발행예정인 신종자본증권과 딜 성사 이후 발행한다고 가정한 회사채 금리의 경우 기존 발행 금리를 고려해 가정한 수치

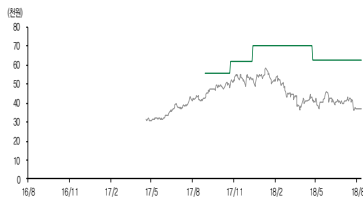
신한지주 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/07/08	Buy	49,200	-17.8	-10.5					
16/10/21	Buy	56,100	-19.5	-15.0					
17/02/09	Buy	59,700	-20.7	-16.7					
17/04/21	Buy	62,000	-20.3	-18.1					
17/07/21	Buy	66,000	-23.0	-16.1					
18/02/08	Hold	57,000	-19.6	-15.0					
18/07/24	Buy	57,000	-	-					

아이엔지생명 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/09/19	Buy	56,000	-14.0	-8.9					
17/11/14	Buy	62,000	-14.5	-11.0					
18/01/03	Buy	70,000	-31.4	-16.4					
18/05/15	Buy	62,500	-35.7	-26.6					
18/09/06		분식대상 제외							

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만