

투자 의견(Maintain)	매수
목표주가(12M, 유지)	60,000원
현재주가(19/04/22)	44,700원
상승여력	34%

순이익(19F, 십억원)	3,392
Consensus 순이익 (19F, 십억원)	3,340
EPS 성장률(19F, %)	7.4
MKT EPS 성장률(19F, %)	-15.4
P/E(19F, x)	6.2
MKT P/E(19F, x)	11.9
KOSPI	2,216.65
시가총액(십억원)	21,197
발행주식수(백만주)	474
유동주식비율(%)	85.0
외국인 보유비중(%)	67.3
베타(12M) 일간수익률	0.70
52주 최고가(원)	38,350
52주 최저가(원)	48,400

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.4	-0.7	-1.5
상대주가	2.0	-3.1	10.0



[금융플랫폼/페이먼트]

강혜승  
02-3774-1903  
heather.kang@miraasset.com

# 신한지주 (055550)

## 유기적 + 비유기적 성장 모멘텀

### 1Q19 preview: 순이익 9,189억원으로 시장 기대 상회 추정

신한지주의 1Q19 지배지분 순이익은 9,189억원(+7.2% YoY, +79.0% QoQ)으로 블룸버그 및 에프앤가이드 컨센서스 8,850억원 대비 3.8% 상회하는 양호한 실적으로 추정된다. 2월 1일 자회사로 편입된 오렌지라이프생명보험(지분율 59.15%)이 1Q19부터 연결실적에 반영될 것이다. 분기 400~500억원의 순이익 기여 효과가 예상된다.

1Q19 은행 원화대출금이 전분기 대비 2.2% 증가하며, 과거 3년간 1Q 대출성장률이 상대적으로 저조했던 것에서 탈피하며, 평잔 효과와 하반기 마진관리에 유리한 상황을 만들어놓은 것으로 판단한다. 은행 NIM은 전분기 대비 1bp 하락한 1.60%를 기록한 것으로 추정한다. 1Q19 그룹 순이자이익은 2조1,899억원(+6.4% YoY, -1.7% QoQ), 순수수료이익은 4,771억원(-1.1% YoY, +2.9% QoQ)을 기록한 것으로 추정한다.

### 2019년에도 계속되는 M&A를 통한 성장, 그리고 수익 기반 다변화

신한지주는 1Q19에 오렌지라이프와 PVFC (Prudential Vietnam Finance Company)를 자회사로 편입했다. 각각 연간 약 1.8~2.2천억원, 200~250억원의 지배지분순이익 기여가 예상된다. 또한, 4월 17일 금융위원회는 신한지주의 아시아신탁(1단계 취득 지분율 60%) 자회사 편입을 승인했다. 따라서, 신한지주의 자회사는 기존 15개에서 16개로 증가(손자회사 등 포함 42개)할 것이다. 아시아신탁은 연간 250~300억원의 순이익을 내는 기업이다.

### 투자 의견 매수, 목표주가 60,000원 유지

금융업 성장의 역사는 곧 M&A의 역사와 다름없다고 판단한다. 신한지주는 2002년부터 2007년까지 舊 굿모닝증권, LG카드, 조흥은행을 M&A 한 이후, 10여년만에 국내에서 오렌지라이프와 아시아신탁 M&A를 했고, 카드 자회사는 베트남시장에서 PVFC를 M&A 했다. 신한지주가 M&A를 통해 그룹 이익 성장 동력을 확보하고, 상대적으로 이익 기여도 및 업종 내 지위가 낮은 부문을 강화하며 수익 기반을 다변화하는 전략을 긍정적으로 평가한다. 또한, 국내 비우호적 규제 변화로 감익이 불가피한 상황에서 해외 M&A를 통해 이익 축소를 방어하려고 노력한 점을 긍정적으로 평가한다. 국내에 비해 성장성, 수익성이 높은 동남아시아 등 글로벌 시장 진출 확대하며 글로벌 부문을 키우고, 국내 시장에서는 자본시장 경쟁력을 강화해가는 신한지주의 비전은 올바른 방향으로 놓여있다고 판단한다. 이익 안정성과 리스크 관리능력, 밸류에이션 매력, 모두 돋보이는 신한지주에 대하여 투자 의견 매수, 목표주가 60,000원 유지 한다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
순이자이익 (십억원)	7,205	7,843	8,580	8,948	9,285	9,625
순비이자이익 (십억원)	1,577	1,341	1,399	1,590	1,684	1,768
영업이익 (십억원)	3,109	3,829	4,499	4,732	4,940	5,169
당기순이익 (십억원)	2,775	2,918	3,157	3,392	3,540	3,703
EPS (원)	5,767	6,153	6,657	7,153	7,364	7,432
EPS growth (%)	18.2	6.7	8.2	7.4	2.9	0.9
P/E (배)	7.8	7.3	6.7	6.2	6.1	6.0
P/POP (배)	5.0	4.8	4.0	3.8	3.6	3.4
P/B (배)	0.68	0.65	0.59	0.54	0.53	0.50
ROE (%)	9.0	9.1	9.2	9.1	8.8	8.5
배당수익률 (%)	3.2	3.2	3.6	3.8	4.0	4.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 신한지주, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 신한지주: 1Q19 preview

(십억원)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	YoY chg. (%, %p)	QoQ chg. (%, %p)
순이자이익	1,986.8	2,072.2	2,058.8	2,121.4	2,171.8	2,228.1	2,189.9	6.4	-1.7
순수수료이익	454.6	431.7	482.6	513.3	479.4	463.7	477.1	-1.1	2.9
순기타비이자이익	-113.4	-195.6	-98.1	-1.6	-214.6	-225.2	-72.6	-26.0	-67.8
<b>총순영업수익</b>	<b>2,328.1</b>	<b>2,308.3</b>	<b>2,443.3</b>	<b>2,633.1</b>	<b>2,436.6</b>	<b>2,466.5</b>	<b>2,594.4</b>	<b>6.2</b>	<b>5.2</b>
판관비	1,080.6	1,587.5	1,087.0	1,126.4	1,089.2	1,439.0	1,129.3	3.9	-21.5
<b>총당금적립전영업이익</b>	<b>1,247.5</b>	<b>720.8</b>	<b>1,356.3</b>	<b>1,506.7</b>	<b>1,347.4</b>	<b>1,027.5</b>	<b>1,465.1</b>	<b>8.0</b>	<b>42.6</b>
총당금전입액	208.1	385.4	179.4	173.8	214.8	170.6	186.4	3.9	9.3
<b>영업이익</b>	<b>1,039.4</b>	<b>335.4</b>	<b>1,176.9</b>	<b>1,332.9</b>	<b>1,132.6</b>	<b>856.9</b>	<b>1,278.7</b>	<b>8.6</b>	<b>49.2</b>
영업외이익	41.1	-115.0	17.1	-24.1	33.7	-59.4	5.4	-68.5	-109.1
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>1,080.5</b>	<b>220.5</b>	<b>1,194.0</b>	<b>1,308.8</b>	<b>1,166.3</b>	<b>797.5</b>	<b>1,284.1</b>	<b>7.5</b>	<b>61.0</b>
<b>(지배지분) 순이익</b>	<b>817.3</b>	<b>211.5</b>	<b>857.5</b>	<b>938.1</b>	<b>847.8</b>	<b>513.3</b>	<b>918.9</b>	<b>7.2</b>	<b>79.0</b>
자산총계	429,793	426,306	433,397	453,268	457,709	459,608	457,277	5.5	-0.5
대출채권	274,769	275,566	277,838	287,921	292,360	299,609	303,917	9.4	1.4
원화 대출금(은행)	191,912	195,497	197,409	201,294	205,188	209,568	214,179	8.5	2.2
총여신	260,625	263,976	266,659	276,024	281,369	287,918	293,451	10.0	1.9
예수부채	248,443	249,419	250,965	259,911	260,651	265,000	270,809	7.9	2.2
자본총계	33,688	33,703	33,148	34,299	36,017	36,659	37,538	13.2	2.4
(%)									
순이자마진 (은행 기준)	1.56	1.58	1.61	1.63	1.62	1.61	1.60	-0.01	-0.01
비용-수익비율	46.4	68.8	44.5	42.8	44.7	58.3	43.5	-1.0	-14.8
NPL비율	0.64	0.62	0.64	0.59	0.55	0.53	0.58	-0.06	0.06
NPL커버리지비율 (대손준비금 포함 舊 기준)	246.1	259.6	262.3	276.4	290.7	301.8	298.1	35.8	-3.7
ROA (평균)	0.19	0.05	0.20	0.21	0.19	0.11	0.20	0.00	0.09
ROE (평균)	2.53	0.64	2.63	2.84	2.46	1.45	2.54	-0.09	1.10
Credit cost	0.08	0.15	0.07	0.06	0.08	0.06	0.06	0.00	0.00
BIS 자본비율	15.11	14.78	14.86	14.87	15.25	14.88	13.92	-0.94	-0.95
기본자본비율	13.60	13.32	13.43	13.45	13.79	13.43	12.70	-0.73	-0.72

주: ROA, ROE, Credit cost 모두 연율화 하지 않음

자료: 신한지주, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 신한지주 - 수익 추정 변경

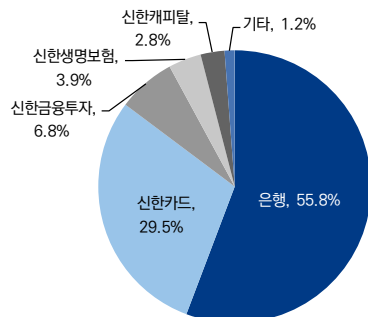
(십억원)	신규		기존		변동 (%, %p)	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
순이자이익	8,948	9,285	9,068	9,421	-1.3	-1.4
순비이자이익	1,590	1,684	1,447	1,560	9.9	8.0
<b>총순영업수익</b>	<b>10,537</b>	<b>10,968</b>	<b>10,515</b>	<b>10,981</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.1</b>
판관비	4,903	5,008	4,872	4,981	0.6	0.6
<b>총당금적립전영업이익</b>	<b>5,634</b>	<b>5,960</b>	<b>5,643</b>	<b>6,000</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.7</b>
총당금전입액	902	1,020	938	1,081	-3.9	-5.7
<b>영업이익</b>	<b>4,732</b>	<b>4,940</b>	<b>4,705</b>	<b>4,919</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>
영업외수익	6	6	6	6	0.0	0.0
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>4,739</b>	<b>4,946</b>	<b>4,712</b>	<b>4,925</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>
<b>순이익</b>	<b>3,392</b>	<b>3,540</b>	<b>3,372</b>	<b>3,524</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>

자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 신한지주

유기적 + 비유기적 성장 모델

그림 1. 신한지주: 2017년 자회사별 이익 규모 및 비중 (연결조정 및 기타 감안 전)

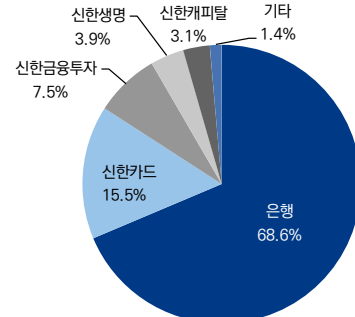


(십억원)	당기순이익 (a)	지분율 (b)	당기순이익 (a) x (b)	%
<b>은행</b>	<b>1,736.1</b>		<b>1,728.3</b>	<b>55.8</b>
신한은행	1,711.0	100.0	1,711.0	55.2
제주은행	25.1	68.9	17.3	0.6
<b>비은행</b>	<b>1,377.9</b>		<b>1,370.9</b>	<b>44.2</b>
신한카드	913.8	100.0	913.8	29.5
신한금융투자	211.9	100.0	211.9	6.8
신한생명보험	120.6	100.0	120.6	3.9
신한BNP자산운용	19.7	65.0	12.8	0.4
신한캐피탈	87.6	100.0	87.6	2.8
신한저축은행	16.8	100.0	16.8	0.5
신한데이터시스템	1.4	100.0	1.4	0.0
신한AITAS	6.5	99.8	6.5	0.2
신한신용정보	0.3	100.0	0.3	0.0
신한대체투자운용	-0.8	100.0	-0.8	0.0
<b>Total</b>	<b>3,114.0</b>		<b>3,099.2</b>	<b>100</b>

주: 신한카드의 1Q17 대규모 일회성 충당금 환입 효과 제외시, 신한카드 이익 기여도 22.6%, 비은행 이익 기여도 38.8%로 추산

자료: 신한지주, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 신한지주: 2018년 자회사별 이익 규모 및 비중 (연결조정 및 기타 감안 전)

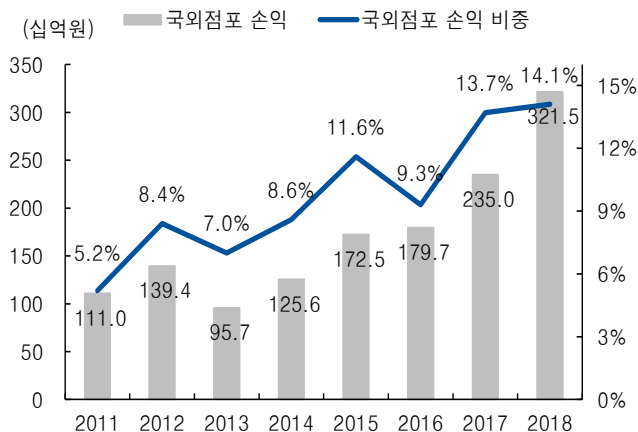


(십억원)	당기순이익 (a)	지분율 (b)	당기순이익 (a) x (b)	%
<b>은행</b>	<b>2,306.4</b>		<b>2,298.2</b>	<b>68.6</b>
신한은행	2,279.0	100.0	2,279.0	68.1
제주은행	27.4	71.9	19.2	0.6
<b>비은행</b>	<b>1,057.4</b>		<b>1,050.7</b>	<b>31.4</b>
신한카드	519.4	100.0	519.4	15.5
신한금융투자	251.3	100.0	251.3	7.5
신한생명	131.0	100.0	131.0	3.9
신한BNP자산운용	18.9	65.0	12.3	0.4
신한캐피탈	103.4	100.0	103.4	3.1
신한저축은행	19.4	100.0	19.4	0.6
신한데이터시스템	1.3	100.0	1.3	0.0
신한아이타스	8.5	99.8	8.4	0.3
신한신용정보	1.4	100.0	1.4	0.0
신한대체투자운용	-0.8	100.0	-0.8	0.0
신한리츠운용	3.6	100.0	3.6	0.1
<b>Total</b>	<b>3,363.8</b>		<b>3,348.9</b>	<b>100</b>

주: 제주은행 지분율은 유상증자 전 68.9%, 유상증자 후 71.9%

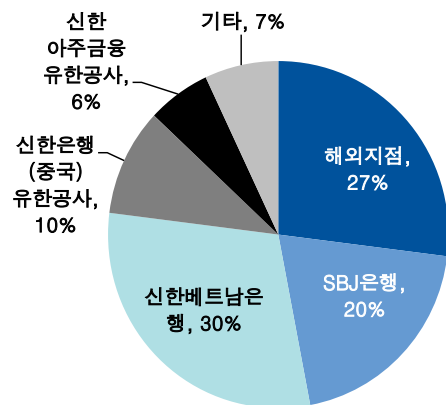
자료: 신한지주, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 신한지주: 신한은행 국외점포 손익 및 비중 추이



자료: 신한지주, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 신한지주: 신한은행 국외점포별 손익 비중 (4Q18)



자료: 신한지주, 미래에셋대우 리서치센터

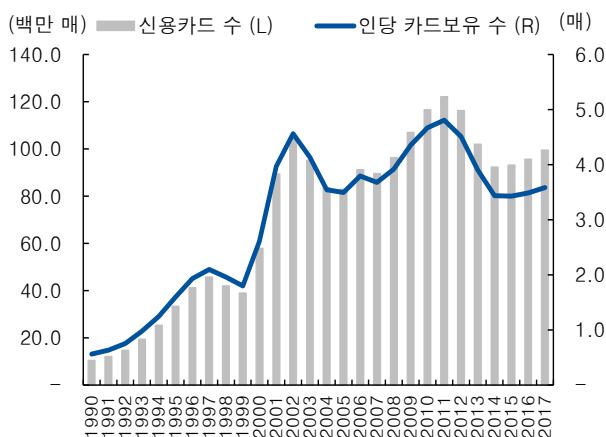
신한지주의 다변화된 사업 포트폴리오는 상대적 관점에서 프리미엄 밸류에이션의 근거로 작용해왔다. 그러나, 2018년 ‘가맹점 수수료 인하’라는 비우호적인 규제 환경 속에서, 카드 자회사의 이익 기여도가 상대적으로 높은 것이 우려 요인으로 거론되기도 했다. 신한카드는 국내 비우호적 규제 변화로 감익이 불가피한 상황에서, PVFC (Prudential Vietnam Finance Company) M&A를 통해 이익 축소를 방어 노력을 적절하게 한 것으로 판단된다.

## 한국의 페이먼트 산업은 왜 신용카드 중심이 되었을까?

정책 및 제도적 배경으로 대부분 설명이 가능한 것으로 판단된다. 한국의 신용카드 산업은, 거래의 투명화에 따른 탈세 방지(즉, **세원 양성화**), 거래 편의성 제고 등을 위한 제도 구축에 힘입어 성장해왔다. 1987년에 신용카드업법이 최초로 제정 및 시행되면서 **가맹점의 카드 의무수납에 대한 규정이 포함됨에 따라(의무수납제)**, 대부분의 사업자가 신용카드 가맹점으로 가입하게 되었다. 1994년에는 신용카드 가맹점, 즉 카드 수납자의 급격한 조세 부담 및 신용카드 수수료 부담 증가 등의 부작용 해소를 위해, 부가가치 세액공제 제도를 도입했다. IMF 경제 위기 이후인 1999년에는 **국내 소비 활성화 목적 및 과세자료 인프라망 구축 계획 일환으로, 카드사용액 소득공제제도를 도입**했고, 2000년에는 **신용카드 영수증 복권제도(2006년 폐지)**도 시행했다. 이러한 정책 및 제도적 배경과, 카드사들의 적극적 마케팅 활동 등에 힘입어, 한국의 신용카드 시장은 지속적으로 성장하며, 보편적 지급결제수단으로 자리매김했다.

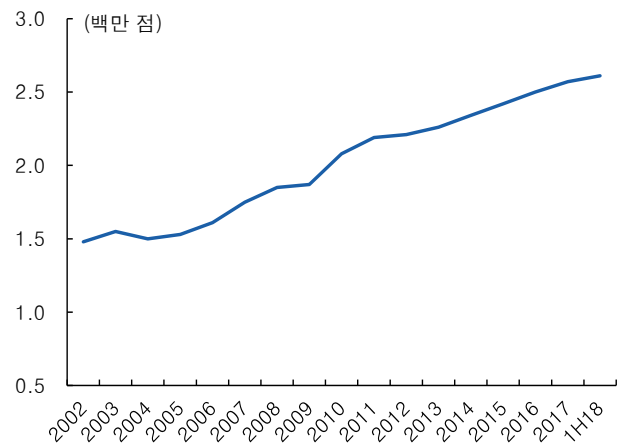
민간최종소비지출 대비 개인 신용카드 이용금액 비중은 지속적으로 확대되며 2017년 기준으로 70%를 상회하게 되었는데, 이는 단연코 글로벌 상위 수준이다.

그림 5. 한국: 신용카드 수, 경제활동인구 1인당 신용카드 보유 수



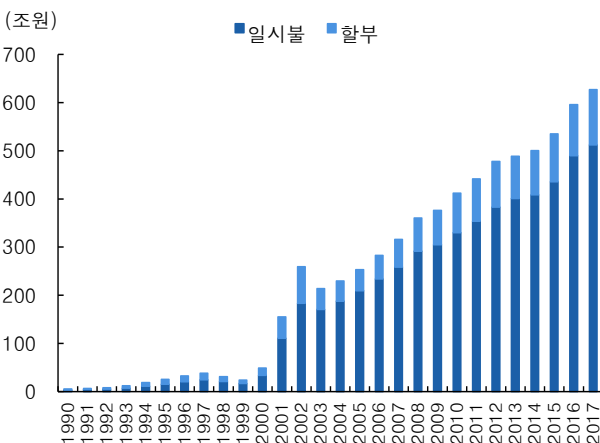
자료: 통계청, 금감원, 여신금융협회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 한국: 신용카드 가맹점 수



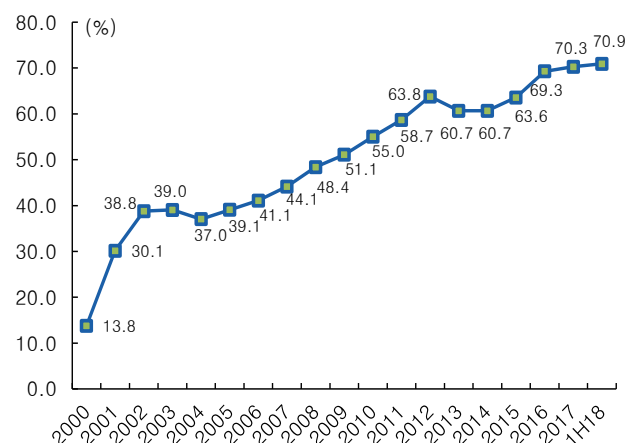
자료: 통계청, 금감원, 여신금융협회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 한국: 신용판매(일시불+할부) 이용금액



자료: 한국은행, 금감원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 한국: 민간최종소비지출 중 개인 신용판매 비중



자료: 한국은행, 금감원, 미래에셋대우 리서치센터

## QR코드 결제가 가장 발달된 방식일까?

최근 중국에서 스마트폰을 이용한 QR코드 결제가 상점에서뿐 아니라 노점상에서까지도 활발하게 이루어지며, 빠르게 현금 결제를 대체하고 있는 것은 너무 잘 알려진 사실이다. 그러다 보니, 마치 비현금 결제는 곧 스마트폰을 이용한 QR코드 결제를 의미하는 것으로, 혹은 QR코드 결제가 가장 발달된 페이먼트 방식으로써 신용카드 결제 다음의 발달 단계인 것처럼 오해하는 경우가 있다.

(참고: 신용카드도 QR코드 결제 가능하다. 실제 한국에서는, 2019년 1월 롯데카드, 비씨카드, 신한카드가 공동으로 QR코드를 이용한 간편결제를 출시했다.)

## 신용카드 보급률 낮고, ATM, POS 등 금융 인프라가 덜 발달한 국가에서 흥행

중국, 인도, 케냐 등에서 전자(모바일)지갑 및 QR코드를 통한 결제가 급성장 한 배경에는, 언뱅크드(unbanked), 언더뱅크드(underbanked) 등 금융소외계층이 많고 thin filer가 많아 신용카드 보급률이 낮으며, ATM, POS 등 금융 인프라가 상대적으로 덜 발달되어 있던 특징이 있었다. 이러한 환경과, ‘스마트폰 보급률 상승’, 스마트폰 사용과 온라인 거래에 익숙한 ‘젊은 인구층’, 금융포용을 확대하고 비현금 결제를 증가시키려는 ‘정부의 정책’ 등이 맞물려 발달한 결제 방식이 중국, 인도, 케냐의 전자(모바일)지갑과 QR코드 결제라는 판단이다.

## 결제 습관의 고착성 존재 & 장기적으로는 ‘계좌간 결제/직불 결제’가 포인트

3~4년 전, 신용카드 결제 비중이 높은 한국에서, 전자상거래(즉, 온라인) 결제 시장 성장과 함께 ‘~페이’라 불리는 간편결제 증가에 따라 신용카드 사용이 축소될 것을 우려했던 적이 있다. 그 우려는 카드업종 주가 할인요인 중 하나로 작용했었다.

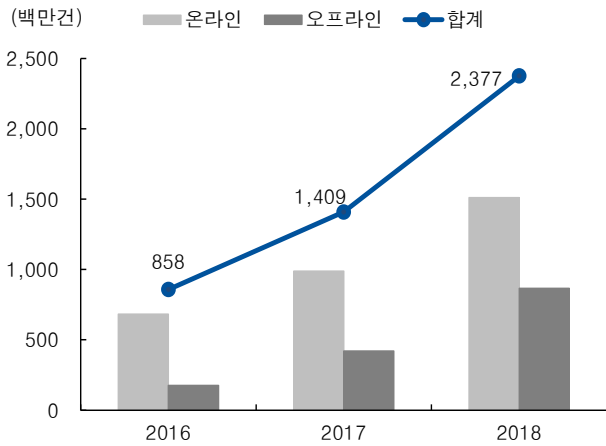
그러나, 대부분의 간편결제가 은행계좌만 연결해서 **계좌간 결제**로만 할 수 있는 것은 아니었다. 은행계좌뿐 아니라 신용카드, 체크카드, (선불충전식)전자머니, 전자지갑 등을 연결해 ‘간편결제’할 수 있는 상황에서, 소비자들의 선택은 많은 경우, 포인트, 마일리지 적립, 무이자 할부 등의 혜택을 받고 있는 ‘주거래카드’ 혹은 결제 당시 청구할인 등 프로모션 중인 카드가 되었다. 따라서 **현재까지 전자상거래, 간편결제 시장 성장과 함께, 카드 결제는 성장해왔다.**

온라인 상에서만 현상은 아닌 것으로 보인다. 특히, 30대 이상 연령대의 소비자들은, 익숙하고 소요시간이 짧아 이용이 편리한 카드 결제를 더 선호하는 것으로 나타났다. **결제 방식은 ‘습관화’ 되는 면이 있고, 그 습관의 ‘고착성’이 존재하는 것으로 판단된다.**

**\*언뱅크드(unbanked)**는 은행 및 타 금융기관, 혹은 모바일머니 계좌를 보유하고 있지 않아 금융서비스를 제공받지 못하는 계층을 의미하며, **언더뱅크드(underbanked)**는 금융계좌는 보유하고 있으나 금융기관으로부터 충분한 금융서비스를 제공받지 못하는 계층을 의미함.

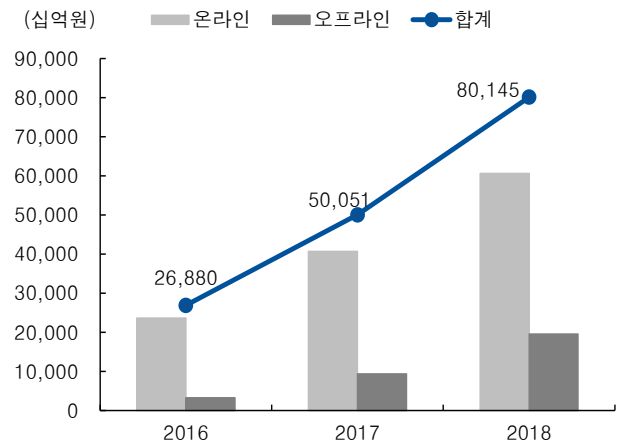
**\*씬파일러(thin filer)**: 서류가 얇다는 의미. 신용을 평가할 수 없을 만큼 금융거래 정보가 거의 없는 사람. 대출 실적 등 신용정보 부족으로 제대로 된 신용등급을 부여 받지 못하는 사람을 지칭함.

그림 9. 한국: 간편결제 이용건수



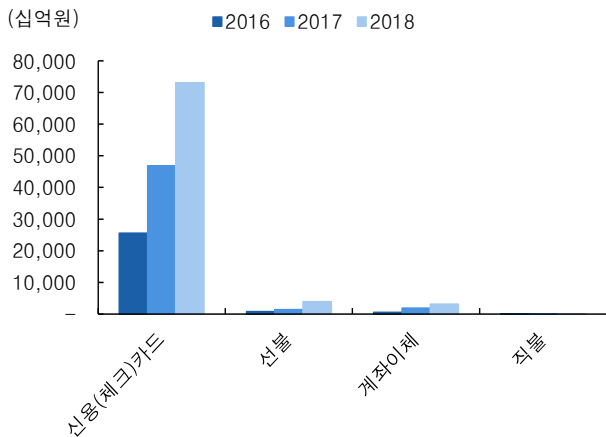
자료: 금감원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 한국: 간편결제 이용금액



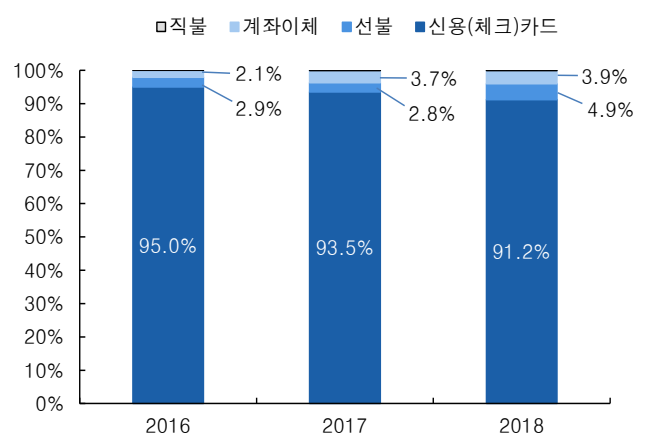
자료: 금감원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 한국: 간편결제 결제수단별 이용금액



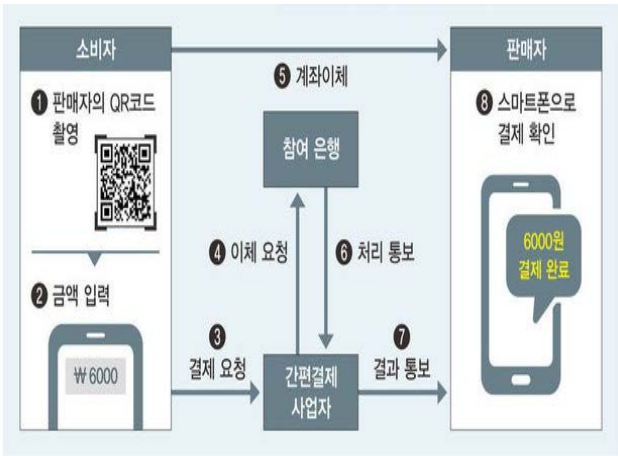
자료: 금감원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 한국: 간편결제 결제수단별 이용금액 비중



자료: 금감원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 서울시 제로페이 등 QR코드를 활용한 스마트폰 앱투입 결제 (계좌간 결제)



자료: 서울시, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 서울시 제로페이



자료: 서울시, 미래에셋대우 리서치센터

신용카드나 체크카드는 결제는 **가맹점에 수수료 부담**이 있다. 그럼에도 불구하고, 소상공인의 카드 수수료 부담을 없앤다는 좋은 취지에서 출발한 **서울시의 제로페이(중국의 QR코드 결제와 유사한 구조)**가 가맹점 관점에서도 그다지 인기가 높지는 않은 것으로 보도된다.

우리나라는 카드 의무수납제가 존재하고, 카드 이용도가 매우 높은 점 등으로, **소규모 상점들까지 이미 결제 인프라가 갖춰져 있는 경우가 대부분**이다. 중국 QR코드 결제와 유사한 방식의 제로페이의 높지 않은 인기가, 굳어진 결제 습관이 있는 소비자 입장에서뿐 만이 아닌 것이다. 한국은, 뱅킹 뿐 아니라 페이먼트에 관해서도 덜 침투된(*underpenetrated/underserved*) 영역이 매우 제한적인 시장이 아닌가 판단한다.

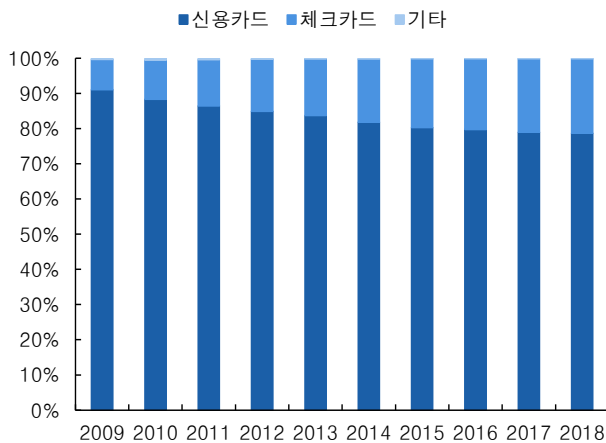
소비자들에게는 **결제 방식의 습관화 및 고착성**으로 인해 **1) 현재 이용하는 페이먼트 방식이 매우 불편하거나 새로운 방식이 훨씬 더 편리하거나, 2) 비용 혹은 혜택 측면에서 새로운 방식이 주는 더 큰 유인이 있거나 하지 않는다면, 수요 이동이 매우 제한적일** 것이다. 제로페이가 하나의 예라고 판단한다. 소비자들에게 실제 이용도가 높지 않은 것으로 보도되었다. 소비자에게는 카드 결제보다 높은 소득공제 혜택을 부여했는데도 말이다.

그렇다면, 신용카드 소득공제 제도가 없어진다면 어떻게 될까? 또한, QR코드를 활용한 스마트폰 애플리케이션 결제(즉, 계좌간 결제/직불 결제)가 현재 주요 결제 방식으로 이용되는 (플라스틱 카드의 비접촉식 결제, 간편결제를 통한 카드 결제, 앱카드 및 가상카드 결제 등) 각종 카드 결제보다 이용 편의성이 훨씬 높아진다면 어떻게 될까?

중장기적으로 QR코드 활용 애플리케이션 결제(즉, 계좌간 결제/직불 결제)가 현재의 체크카드의 시장을 잠식할 것으로 예상된다. 특히, 소액 결제, 생활밀착형 업종 결제 시장에서 수요의 이동이 있을 것으로 예상된다.

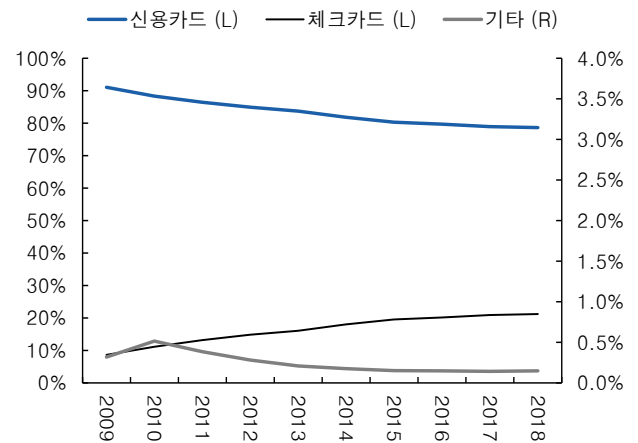
실제, 한국에서 2009년 체크카드 사용 비중은 8.6%였는데 점차 상승해 2018년 21.2%까지 올랐다. 직불카드 및 신용공여 기능이 없는 체크카드의 소득공제율을 신용카드의 공제율 대비 높은 2010년 이후 비중 상승세가 가속화된 것으로 판단한다.

그림 15. 한국: 이용금액기준 카드별 비중



주: 기타카드는 직불, 선불, 현금IC 카드  
자료: 한국은행, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 한국: 금액기준 카드별 비중



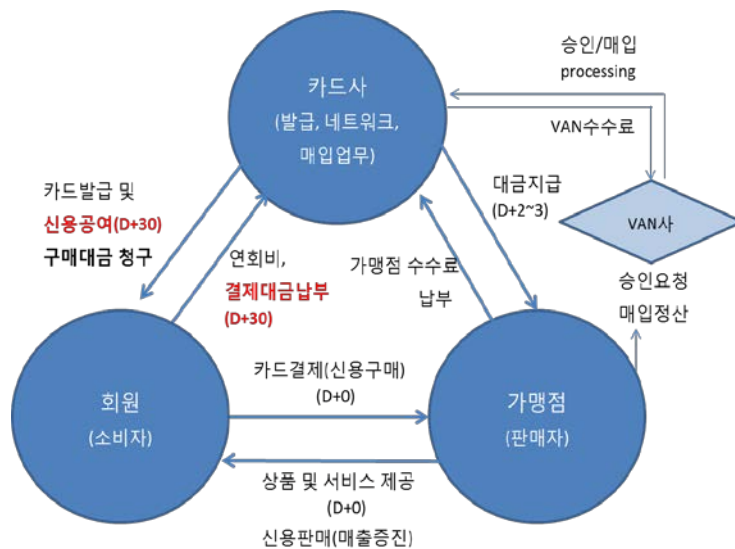
주: 기타카드는 직불, 선불, 현금IC 카드  
자료: 한국은행, 미래에셋대우 리서치센터

결제 금액이 크다면, 기간상 신용공여가 필요하거나, 할부 이용이 필요한 경우 등은, (계좌에 있는 잔고 한도 내에서만 결제 가능한) 계좌간 결제보다는 신용카드 결제의 수요가 높게 유지될 전망이다.

신용카드 회사들이 지속된 가맹점 수수료 인하 규제로 인해 수익성 방어 목적으로 소비자 혜택을 대폭 줄인다면, 중장기적으로는 '신용공여 기능'만이 타 결제 수단 대비 경쟁력으로 남을 가능성이 있다. 그런 상황이 된다면, 소액 결제(계좌간 결제)와 그 외의 결제(카드 결제)로 시장이 양분될 가능성이 있다고 본다.



그림 17. 한국 신용카드 3당사자 구조: 신용공여 기능



자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 카드 가맹점 수수료율, 즉, P(Pricing)는 비우호적 환경

2010년대 초반에, 1978년부터 30년 이상 유지된 업종별 수수료율 체계 하 가맹점간 수수료 양극화에 따른 사회적 논란이 점증되었다. 따라서, 2012년에는 여신전문금융업법이 개정되었고, 이에 따라 신용카드 가맹점 수수료는 ‘적정원가’(자금조달비용, 위험관리비용 등 가맹점이 부담하는 것이 합당한 비용만 수수료율에 반영)에 기반한 체계로 변경되었다. 2012년부터 법령에 따라 카드사의 원가(적격비용)를 기초로 3년마다 수수료율을 책정하는 방식을 택해, 2015년, 2018년말에 3년 주기의 원가 재산정 시기가 되었던 것이다.

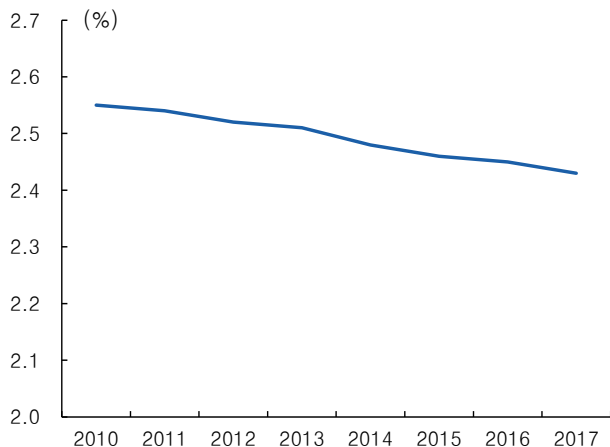
2018년 11월, 우대가맹점 범위 대폭 확대(연매출 5억원 이하→30억원 이하), 신설 우대가맹점 구간 수수료율 인하, 연매출 500억원 이하 일반가맹점 수수료율 인하로 결정(2019년 1월말부터 적용)되었다. 既 발표되어 2019년 1월말부터 적용 예정이던 신규가맹점 우대수수료 환급, 영세·중소 온라인 판매업자, 영세·중소 개인택시사업자 수수료율 인하 등의 효과를 합산해, 연간 업종 전체 약 1조원의 카드 가맹점 수수료 인하가 예상된다.

3년 재산정 주기 외에, 비정기적으로도 우대 수수료율이 적용되는 영세·중소가맹점(수수료율 우대가맹점) 범위 확대(2017년 8월), 법정 최고금리 인하(2018년 4월), 카드 가맹점수수료율 상한 인하(2018년 7월) 등이 있었다.

결과적으로, 한국의 카드 가맹점 수수료율은 지속해서 하락해왔다. 카드 시장점유율 1위 기업인 신한카드의 경우 2018년 총 신용판매 가맹점 수수료율은 1.62%였다. 2017~18년 수익률 낮은 법인 국세 수납을 축소함으로써 소폭 상승한 것이다. 삼성카드의 2018년 개인신용판매 가맹점 수수료율은 1.77%였다.

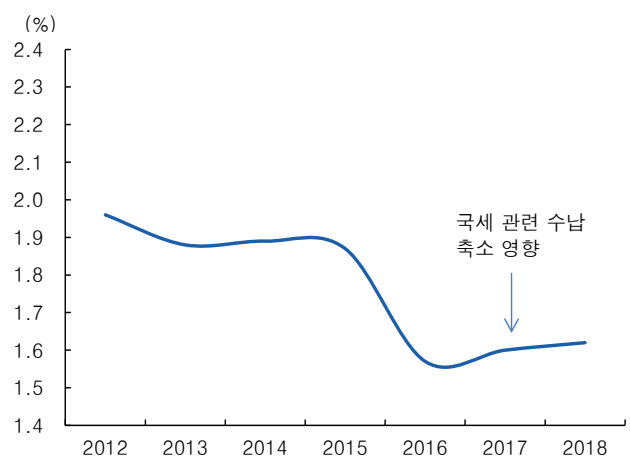
3당사자 구조인 한국과는 달리, 미국, 유럽의 카드 결제 네트워크는 대부분 4당사자 구조이다. 따라서, 단순 비교는 어렵다. 한국처럼 3당사자 구조 카드사인 미국의 아메리칸 익스프레스(American Express: 아멕스)를 살펴보면, 마찬가지로 가맹점 수수료율이 점진적인 하락을 겪었다. 2010년 2.55%에서 2017년 2.43%로 축소되었다. 그러나, 한국의 카드 가맹점 수수료율 대비 여전히 훨씬 높다.

그림 18. 아메리칸익스프레스(American Express) 카드 가맹점 수수료율



자료: 아메리칸익스프레스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 신한카드 가맹점 수수료율



자료: 신한지주, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 카드 가맹점 수수료율, 우대가맹점 범위 변경 history

일시	변경사항	적용 대상	변경 전	변경 후
Aug-07	신용카드	영세가맹점	2.0~4.5%	2.0~2.2%
		일반가맹점	1.5~4.5%	1.5~3.6%
	체크카드	전 가맹점	1.5~4.5%	1.5~2.5%
Oct-08	신용카드	중소가맹점 중 서민생활 밀접업종 (미용실, 의류점, 음식점)	2.74%	2.57%
Feb-09	신용카드	재래시장 가맹점	2.0~3.6%	2.0~2.2%
Apr-10	신용카드	전통시장내 중소가맹점	2.0~2.2%	1.6~1.8%
		기타 중소가맹점	3.3~3.6%	2.0~2.15%
	중소가맹점 범위 확대		-	연매출 9,600만원 미만
Mar-11	체크카드	중소가맹점 이하	2.0~2.1%	1%
		전통시장내 중소가맹점	1.6~1.8%	1%
		일반 가맹점(대형 가맹점 제외)	2.0~2.5%	1.5~1.7%
May-11	중소가맹점 범위 확대		연매출 9,600만원 미만	연매출 1.2억원 미만
Dec-11	신용카드	연매출 2억원 미만 가맹점	1.8%	1.5%
Jan-12	중소가맹점 범위 확대		연매출 1.2억원 미만	연매출 2억원 미만
May-14	신용카드	(영세가맹점) 연매출 2억원 이하	1.5%	평균 가맹점수수료율의 80% 혹은 1.5% 중 낮은 수수료율 평균가맹점수수료율 혹은 2.0% 중 낮은 수수료율
		(중소가맹점) 연매출 2~3억원	2.0~2.15%	
Nov-15 (적용 '16.1월말부터)	신용카드	(영세가맹점) 연매출 2억원 이하	1.5%	0.8%
		(중소가맹점) 연매출 2~3억원	2.0%	1.3%
		(일반가맹점) 연매출 3~5억원	약 2.15%	약 1.85%
		(일반가맹점) 연매출 5~10억원	약 2.22%	약 1.92%
		(일반가맹점) 연매출 10억원 초과	약 1.96%	약 1.96%
		(수수료율 상한)	2.7%	2.5%
		(국세 납부대행수수료)	1.0%	0.8%
	체크카드	(영세가맹점) 연매출 2억원 이하	1.0%	0.5%
		(중소가맹점) 연매출 2~3억원	1.5%	1.0%
Jun-17 (적용 '17.7월말부터)	영세·중소가맹점 범위 확대	영세가맹점	연매출 2억원 이하	연매출 3억원 이하
		중소가맹점	연매출 2~3억원	연매출 3~5억원
Jun-18 (적용 '18.7월말부터)	소액다건 결제 가맹점 수수료 인하 수수료율 상한		밴수수료 정액제	밴수수료 정률제
			2.5%	2.3%
Aug-18 (적용 '19.1월말부터)	신규가맹점 우대수수료 환급			
	영세·중소 온라인 판매업자 영세·중소 개인택시사업자		3.0%	1.8~2.3%
			1.5%	1.0%
Nov-18 (적용 '19.1월말부터)	신용카드	(중소가맹점) 연매출 5~10억원 구간 추가	약 2.05%	1.4%
		(중소가맹점) 연매출 10~30억원 구간 추가	약 2.21%	1.6%
		(일반가맹점) 연매출 30~100억원	약 2.20%	평균 1.90%
		(일반가맹점) 연매출 100~500억원	약 2.17%	평균 1.95%
	체크카드	(중소가맹점) 연매출 5~10억원 구간 추가	약 1.56%	1.1%
		(중소가맹점) 연매출 10~30억원 구간 추가	약 1.58%	1.3%
		(일반가맹점) 연매출 30억원 초과	약 1.60%	평균 1.45%

자료: 금융위, 금감원, 여전협회, 미래에셋대우 리서치센터

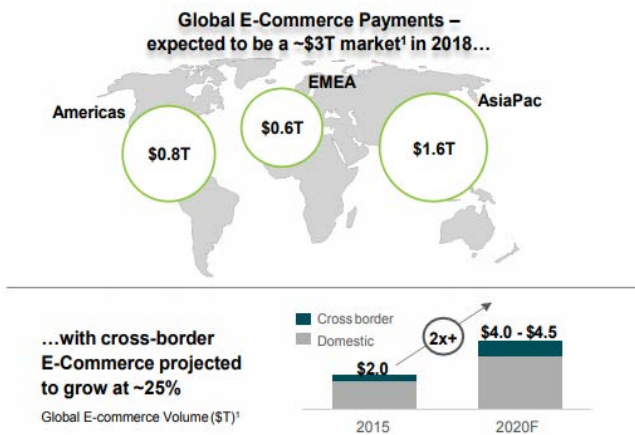
## 전자상거래 시장의 빠른 성장이 카드 시장의 Q(Quantity) 성장 견인

글로벌 전자상거래(e-commerce) 시장이 빠르게 성장하고 있다. 전자상거래 시장의 성장은 글로벌 페이먼트 시장 성장의 드라이버로 작용할 것으로 예상된다. 이는 **장기적이고 구조적인 성장 트렌드가 될 전망이다**.

McKinsey & Company에 따르면, 2018년 글로벌 전자상거래 결제액은 약 3조 달러였고, 2조 달러였던 2015년 대비 2배 이상 성장해 2020년에는 4~5조 달러 규모의 시장이 될 전망이다.

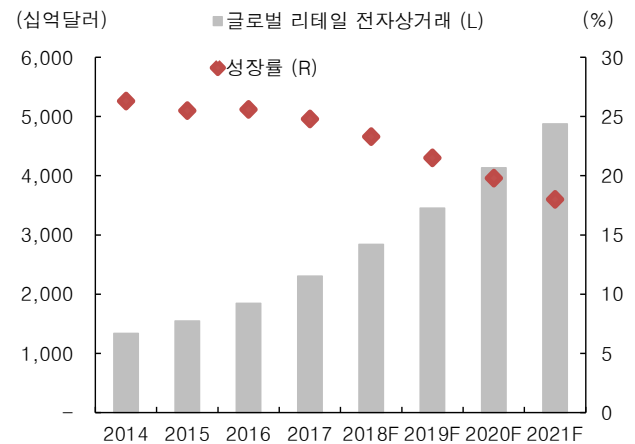
Statista에 따르면, 글로벌 리테일 전자상거래 시장은 2017년 2.3조 달러(+24.8% YoY)에서 2018년, 2019년, 2020년, 2021년 각각 23.3%, 21.5%, 19.8%, 18.0% 성장해 2021년 약 4.9조 달러 시장이 될 전망이다. 2017년 글로벌 리테일 시장에서 전자상거래 침투율은 10.2%였고, 중국의 전자상거래 침투율은 19%, 미국은 8.1%, 일본은 6.7%였다.

그림 20. 글로벌 전자상거래 결제액



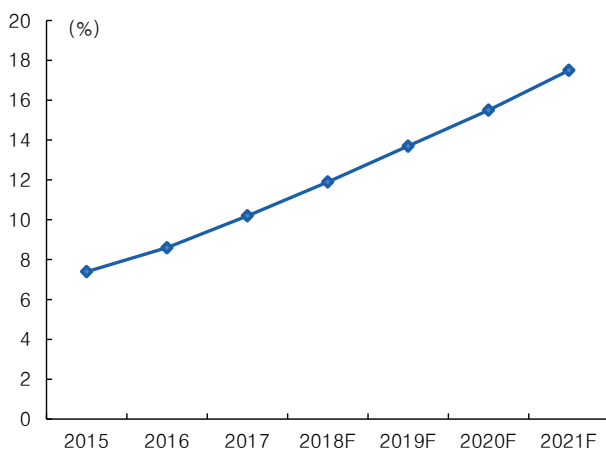
자료: McKinsey & Company, Wordpay 재인용, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 글로벌 리테일 전자상거래 매출액과 성장률



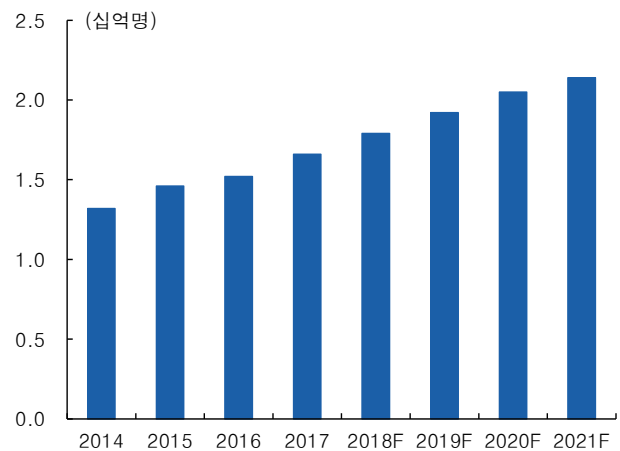
자료: Statista, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 글로벌 전자상거래의 리테일 시장 침투율



자료: Statista, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 글로벌 전자상거래 이용자 수 (digital buyer 수)

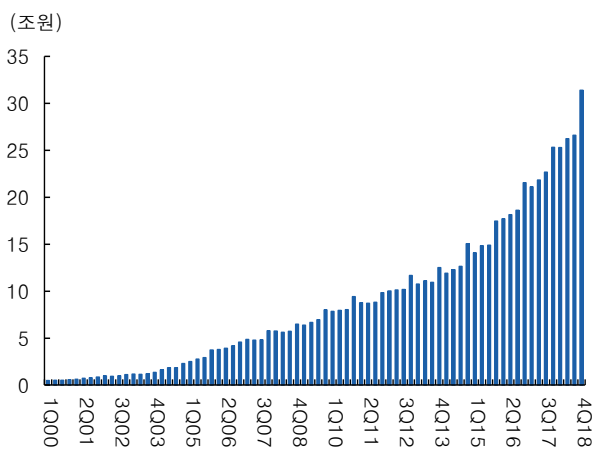


자료: Statista, 미래에셋대우 리서치센터

한국 통계청에 따르면, 2018년 전자상거래(온라인쇼핑) 거래액은 113.7조원으로 전년 대비 20.7% 증가했으며, 이 중 모바일쇼핑 거래액은 69.1조원으로 전년 대비 30.6% 증가했다. 전체 소비지출 중에서 전자상거래가 차지하는 비중(침투율)은 4Q18에 25.8%, 2018년 연간 24.5%로 2008년 8.2%에서 빠른 속도로 상승했다.

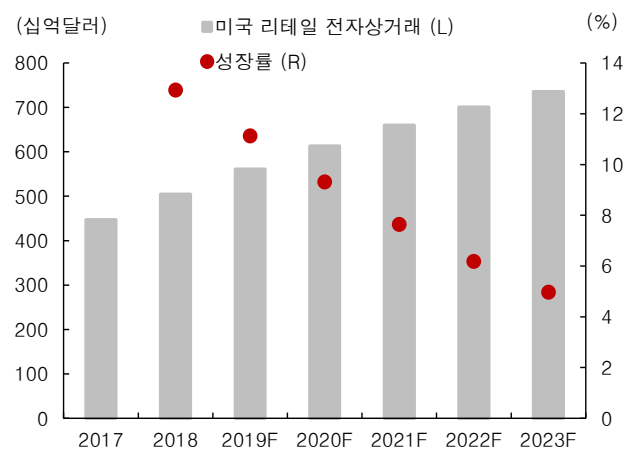
당사 리서치센터에서 2019년 2월 28일 발간한 NAVER: ‘닷컴목장 마지막 결투, 네이버 vs. 쿠팡’ (작성자 김창권)에 따르면, 우리나라가 글로벌 전자상거래 시장 중에서 가장 빠르게 오프라인 시장을 대체하고 있다. 2019년에는 27.3%, 2020년에는 31.0%로 상승할 전망이다.

그림 24. 한국 전자상거래 시장



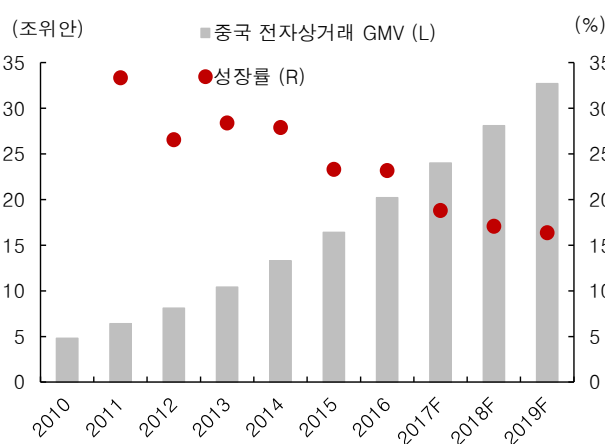
자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 미국 리테일 전자상거래 매출액과 성장률



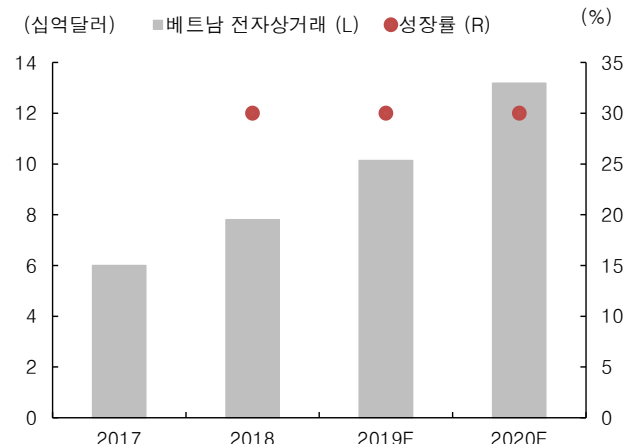
자료: Statista, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 중국 전자상거래 GMV (Groww Merchandise Volume)



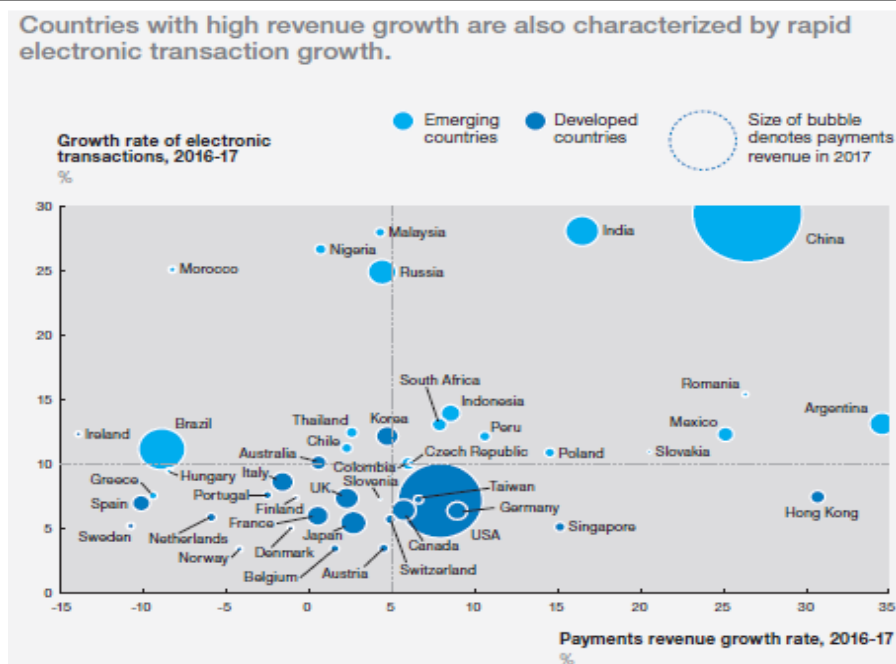
자료: Statista (2018년 3월), 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 베트남 전자상거래 시장 규모 및 성장률



자료: 베트남전자상거래협회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 페이먼트 매출액 성장세가 빠른 국가의 특징은 전자상거래 성장도 빠르다는 점



자료: Mckinsey & Company, 미래에셋대우 리서치센터

페이먼트 관련해, 자세한 내용은 2019년 4월 18일 발간한 보고서 글로벌 페이먼트: 핀테크 시장의 총아, 그리고 구조적 성장의 주인공을 참고해주세요.

## 신한지주

유기적 + 비유기적 성장 모멘텀

표 4. 신한지주: 분기 실적 추이

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
순이자이익	1,869.2	1,914.7	1,986.8	2,072.2	2,058.8	2,121.4	2,171.8	2,228.1	2,189.9	2,215.4	2,258.8	2,283.7
순수수료이익	387.6	437.1	454.6	431.7	482.6	513.3	479.4	463.7	477.1	484.1	472.6	460.9
순기타비이자이익	-90.2	29.4	-113.4	-195.6	-98.1	-1.6	-214.6	-225.2	-72.6	-35.2	-90.7	-106.6
<b>총순영업이익</b>	<b>2,166.6</b>	<b>2,381.2</b>	<b>2,328.1</b>	<b>2,308.3</b>	<b>2,443.3</b>	<b>2,633.1</b>	<b>2,436.6</b>	<b>2,466.5</b>	<b>2,594.4</b>	<b>2,664.3</b>	<b>2,640.6</b>	<b>2,637.9</b>
판관비	1,064.8	1,078.4	1,080.6	1,587.5	1,087.0	1,126.4	1,089.2	1,439.0	1,129.3	1,168.2	1,124.3	1,481.6
<b>총당금적립전영업이익</b>	<b>1,101.8</b>	<b>1,302.8</b>	<b>1,247.5</b>	<b>720.8</b>	<b>1,356.3</b>	<b>1,506.7</b>	<b>1,347.4</b>	<b>1,027.5</b>	<b>1,465.1</b>	<b>1,496.1</b>	<b>1,516.3</b>	<b>1,156.3</b>
총당금전입액	-196.5	147.3	208.1	385.4	179.4	173.8	214.8	170.6	186.4	210.5	215.1	289.6
<b>영업이익</b>	<b>1,298.3</b>	<b>1,155.5</b>	<b>1,039.4</b>	<b>335.4</b>	<b>1,176.9</b>	<b>1,332.9</b>	<b>1,132.6</b>	<b>856.9</b>	<b>1,278.7</b>	<b>1,285.5</b>	<b>1,301.2</b>	<b>866.8</b>
영업외수익	7.5	34.0	41.1	-115.0	17.1	-24.1	33.7	-59.4	5.4	3.4	19.0	-21.3
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>1,305.7</b>	<b>1,189.5</b>	<b>1,080.5</b>	<b>220.5</b>	<b>1,194.0</b>	<b>1,308.8</b>	<b>1,166.3</b>	<b>797.5</b>	<b>1,284.1</b>	<b>1,289.0</b>	<b>1,320.2</b>	<b>845.4</b>
(지배지분)순이익	997.1	892.0	817.3	211.5	857.5	938.1	847.8	513.3	918.9	923.9	947.0	602.0

자료: 신한지주, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 신한지주: 연간 실적 추이

(십억원)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
순이자이익	6,979.7	6,602.9	6,789.8	6,692.9	7,205.4	7,843.0	8,580.1	8,947.7	9,284.5	9,624.9
순수수료이익	1,543.1	1,386.4	1,469.2	1,621.0	1,565.5	1,711.0	1,939.0	1,894.7	1,937.7	1,988.1
순기타비이자이익	39.1	35.1	-191.3	165.3	11.4	-369.7	-539.5	-305.1	-253.7	-220.5
<b>총순영업이익</b>	<b>8,561.9</b>	<b>8,024.3</b>	<b>8,067.6</b>	<b>8,479.2</b>	<b>8,782.3</b>	<b>9,184.2</b>	<b>9,979.5</b>	<b>10,537.2</b>	<b>10,968.5</b>	<b>11,392.4</b>
판관비	4,061.6	4,202.5	4,462.9	4,475.1	4,508.6	4,811.2	4,741.6	4,903.4	5,008.5	5,117.0
<b>총당금적립전영업이익</b>	<b>4,500.3</b>	<b>3,821.7</b>	<b>3,604.8</b>	<b>4,004.2</b>	<b>4,273.8</b>	<b>4,373.0</b>	<b>5,238.0</b>	<b>5,633.9</b>	<b>5,960.0</b>	<b>6,275.5</b>
총당금전입액	1,322.4	1,184.2	949.9	1,031.0	1,165.1	544.4	738.6	901.6	1,019.7	1,106.9
<b>영업이익</b>	<b>3,178.0</b>	<b>2,637.6</b>	<b>2,654.8</b>	<b>2,973.1</b>	<b>3,108.6</b>	<b>3,828.6</b>	<b>4,499.4</b>	<b>4,732.3</b>	<b>4,940.3</b>	<b>5,168.5</b>
영업외수익	52.7	44.6	212.8	167.4	61.8	-32.4	-32.8	6.4	5.9	5.4
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>3,230.6</b>	<b>2,682.1</b>	<b>2,867.6</b>	<b>3,140.6</b>	<b>3,170.5</b>	<b>3,796.2</b>	<b>4,466.6</b>	<b>4,738.7</b>	<b>4,946.3</b>	<b>5,173.9</b>
(지배지분)순이익	2,321.9	1,902.8	2,081.1	2,367.2	2,774.8	2,917.9	3,156.7	3,391.8	3,540.1	3,702.8

자료: 신한지주, 미래에셋대우 리서치센터

## 신한지주 (055550)

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

12월 결산(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
이자수익	13,572	14,680	15,228	15,780
이자비용	4,992	5,732	5,943	6,155
<b>순이자이익</b>	<b>8,580</b>	<b>8,948</b>	<b>9,285</b>	<b>9,625</b>
순수수료수익	1,939	1,895	1,938	1,988
순기타비이자이익	-540	-305	-254	-221
<b>총영업이익</b>	<b>9,980</b>	<b>10,537</b>	<b>10,968</b>	<b>11,392</b>
일반관리비	4,742	4,903	5,008	5,117
<b>총당금적립전영업이익</b>	<b>5,238</b>	<b>5,634</b>	<b>5,960</b>	<b>6,275</b>
총당금전입액	739	902	1,020	1,107
<b>영업이익</b>	<b>4,499</b>	<b>4,732</b>	<b>4,940</b>	<b>5,169</b>
순영업외이익	-33	6	6	5
<b>세전이익</b>	<b>4,467</b>	<b>4,739</b>	<b>4,946</b>	<b>5,174</b>
법인세비용	1,268	1,303	1,360	1,423
당기순이익	3,198	3,436	3,586	3,751
<b>당기순이익 (지배주주지분)</b>	<b>3,157</b>	<b>3,392</b>	<b>3,540</b>	<b>3,703</b>
당기순이익 (수정)	3,157	3,392	3,540	3,703
<b>핵심이익</b>	<b>10,519</b>	<b>10,842</b>	<b>11,222</b>	<b>11,613</b>
<b>핵심PPOP (핵심이익-SG&amp;A)</b>	<b>5,778</b>	<b>5,939</b>	<b>6,214</b>	<b>6,496</b>

### DuPont analysis (%)

이자수익	3.06	3.14	3.14	3.14
이자비용	1.13	1.22	1.23	1.23
<b>순이자수익</b>	<b>1.94</b>	<b>1.91</b>	<b>1.91</b>	<b>1.92</b>
순수수료이익	0.44	0.41	0.40	0.40
순기타비이자이익	-0.12	-0.07	-0.05	-0.04
<b>총영업이익</b>	<b>2.25</b>	<b>2.25</b>	<b>2.26</b>	<b>2.27</b>
일반관리비	1.07	1.05	1.03	1.02
<b>총당금적립전영업이익</b>	<b>1.18</b>	<b>1.20</b>	<b>1.23</b>	<b>1.25</b>
총당금전입액	0.17	0.19	0.21	0.22
순영업외손익	-0.01	0.00	0.00	0.00
<b>세전이익</b>	<b>1.01</b>	<b>1.01</b>	<b>1.02</b>	<b>1.03</b>
법인세비용	0.29	0.28	0.28	0.28
비지배지분순이익	0.01	0.01	0.01	0.01
<b>ROA</b>	<b>0.71</b>	<b>0.72</b>	<b>0.73</b>	<b>0.74</b>
<b>레버리지 (x)</b>	<b>12.9</b>	<b>12.5</b>	<b>12.0</b>	<b>11.5</b>
<b>ROE</b>	<b>9.21</b>	<b>9.07</b>	<b>8.77</b>	<b>8.50</b>

### 자산건전성 (%)

고정이하여신비율	0.53	0.52	0.51	0.50
요주의이하여신비율	1.30	1.29	1.27	1.26
총당금커버리지비율	301.8	333.8	332.4	332.8
총당금비율 (총여신대비)	1.6	1.7	1.7	1.7
총당금 전입액 (대출자산대비)	0.25	0.29	0.31	0.33
총당금 전입액 (총여신대비)	0.26	0.30	0.32	0.34

### Per share items (원)

EPS (reported)	6,657	7,153	7,364	7,432
EPS (normalized)	6,657	7,153	7,364	7,432
BVPS	75,354	82,342	84,874	89,183
DPS (common share)	1,600	1,700	1,780	1,800
PPOP/ share	11,046	11,881	12,397	12,595

자료: 신한지주, 미래에셋대우 리서치센터

### 예상 재무상태표 (요약)

12월 결산(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
현금 및 예치금	17,416	17,846	18,347	18,864
금융자산	84,257	86,445	88,986	91,607
대출채권 및 수취채권	299,609	313,257	326,137	339,762
유형자산	3,479	3,520	3,562	3,604
기타자산	54,847	55,739	56,648	57,573
<b>자산총계</b>	<b>459,608</b>	<b>476,807</b>	<b>493,680</b>	<b>511,410</b>
예수부채	265,000	279,210	289,743	300,706
차입부채	29,819	29,726	29,738	29,787
사채	63,228	64,110	65,159	66,242
기타부채	64,903	63,744	66,294	68,202
<b>부채총계</b>	<b>422,949</b>	<b>436,790</b>	<b>450,933</b>	<b>464,937</b>
자본금	2,645	2,732	2,732	2,732
선종자본증권	1,532	1,532	1,532	1,532
자본잉여금	9,895	10,558	10,558	10,558
이익잉여금	22,959	25,567	28,252	31,929
자본조정	-553	-597	-597	-597
기타포괄손익누계액	-746	-746	-746	-746
비지배지분	926	970	1,016	1,064
<b>자본총계</b>	<b>36,659</b>	<b>40,016</b>	<b>42,747</b>	<b>46,473</b>

### Key ratios (%)

#### 성장성 (YoY)

원화대출금 성장률 (은행)	7.2	4.9	4.2	4.2
대출 성장률	8.7	4.6	4.1	4.2
예금 성장률	6.2	5.4	3.8	3.8
자본 성장률	8.8	9.2	6.8	8.7
총자산 성장률	7.8	3.7	3.5	3.6
순이자이익 성장률	9.4	4.3	3.8	3.7
순수수료이익 성장률	13.3	-2.3	2.3	2.6
총당금적립전영업이익 성장률	19.8	7.6	5.8	5.3
영업이익 성장률	17.5	5.2	4.4	4.6
당기순이익 성장률	8.2	7.4	4.4	4.6

#### 수익성

예대금리차 (은행)	1.87	1.84	1.84	1.84
순이자마진 (은행)	1.62	1.59	1.59	1.59
PPOP margin	1.2	1.2	1.2	1.2
ROA	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	9.2	9.1	8.8	8.5

#### 유동성

원화 예대율 (CD 등 제외)(은행)	99.2	99.2	99.2	99.2
총자산대비 대출채권	65.2	65.7	66.1	66.4

#### 자산건전성

BIS 자기자본비율	14.9	14.2	14.2	14.9
기본자본비율 (Tier 1 자본비율)	13.4	13.2	13.3	13.9
보완자본비율 (Tier 2 자본비율)	1.5	1.0	1.0	0.9

#### 영업효율성

비용-수익 비율	47.5	46.5	45.7	44.9
비용-자산 비율	1.0	1.0	1.0	1.0

#### 배당

배당성향	23.9	24.4	24.8	24.8
------	------	------	------	------



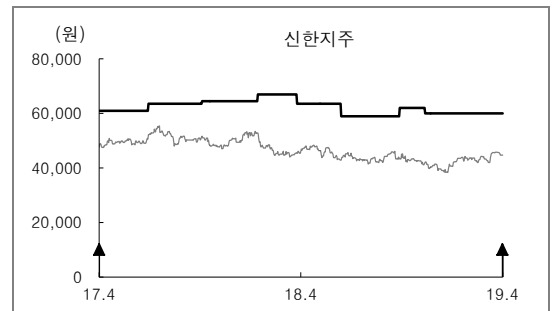
## 신한지주

유기적 + 비유기적 성장 모델

### 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
신한지주(055550)				
2018.12.04	매수	60,000	-	-
2018.10.19	매수	62,000	-30.79	-27.18
2018.07.05	매수	59,000	-26.07	-21.78
2018.04.16	매수	63,500	-27.45	-23.78
2018.02.08	매수	67,000	-31.57	-27.69
2018.02.08	매수	63,500	-22.20	-22.20
2018.02.04	매수	67,000	-24.13	-21.64
2017.10.26	매수	64,500	-22.33	-17.21
2017.10.25	매수	63,500	-	-
2017.10.25	매수	64,500	-21.55	-21.55
2017.07.21	매수	63,500	-18.78	-12.76
2017.04.21	매수	61,000	-18.97	-16.72

\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



### 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

### 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

\* 2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 신한지주(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.