

2017. 7. 18



▲ 보험/증권

Analyst **김고은**
02. 6098-6670
goenkim@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

미래에셋대우(006800)	Buy	14,000원
키움증권(039490)	Buy	110,000원

관심종목

NH투자증권(005940)	Trading Buy	17,500원
삼성증권(016360)	Buy	51,000원

증권

Money Move가 시작된다

- ✓ 위험자산으로의 자금이동 가능성 제시
- ✓ 주식형 펀드 NAV-설정원본 수치 6월말 기준 1.6조원으로 증가
- ✓ 증시 및 금리 상승기에 ELS 매력 감소해 관련 자금 이동 가능성 높다 판단
- ✓ Top picks: 미래에셋대우, 키움증권

높아진 Money Move 가능성

KOSPI 지수가 2,400pt를 넘어서며 위험자산으로의 자금이동 가능성이 보다 커졌다. 주식형 펀드 NAV - 설정 원본 수치는 5월을 기점으로 플러스 전환 된 후 6월말 기준 1.6조원으로 증가했다. 두 차례의 금융위기 이후 오랜 기간 동안 마이너스를 시현하던 고객들이 최근 원금회수에 나서고 있는 상황이나 최근 나타나고 있는 자금 유출은 마무리 단계라고 판단된다. 손실보다는 이익을 시현한 고객들이 추가 납입을 할 가능성이 커지기 때문이다.

ELS 에서 주식형 상품으로의 자금 이동 가능성 제시

금리 및 증시가 모두 상승하는 시장에서는 ELS 매력이 감소해 주식형 상품으로 이동할 가능성이 높다. 2017년 1월을 기점으로 ELS/ELB 미상환 잔고 금액이 서서히 감소하고 있다. 이는 2015년 상반기 중 대량으로 발행되었던 물량이 조기상환되고 있기 때문이나 상환금액 대비 재발행 금액이 적다는 반증이기도 하다. ELS 또한 주식형 펀드 못지 않게 수익성이 높은 상품이나 증권사가 시장리스크에 노출되기 때문에 수익 변동성이 커 valuation 하락 요인이다. 2011년을 기점으로 증권사의 PBR이 1배를 초과하지 못하는 주요 원인이라고 판단한다.

Top Picks: 미래에셋대우, 키움증권

Top picks으로 미래에셋대우 및 키움증권을 유지한다. 증시 상승이 지속되면서 개인 비중 확대 및 주식형 상품으로 Money Move 발생을 기대한다. 미래에셋대우는 WM잔고 및 고액자산가 기반이 견고하다. 키움증권은 증시 변동성이 확대 될 때마다 MS가 단계적으로 상승하며 자회사 실적이 견고하고 PI 경쟁력 뚜렷하다.

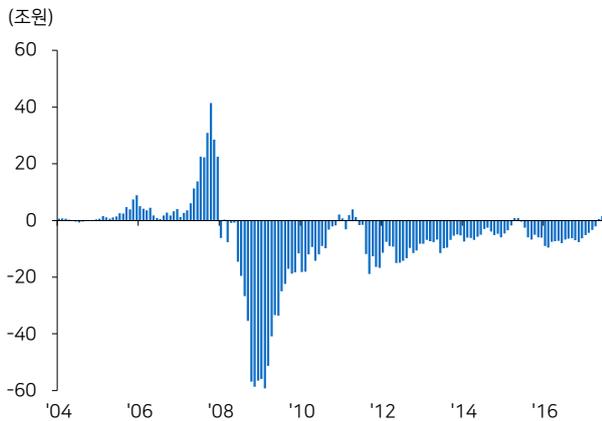
높아진 Money Move 가능성

주식형 펀드 NAV-설정원본
6월말 기준 +1.6조원

당사는 하반기 산업 전망(2017.05.29 발간, Party Time)을 통해 Great Rotation 가능성에 대해 제시한 바 있다. 이후 KOSPI 지수는 2,400pt를 넘어서며 위험자산으로의 자금이동 가능성이 보다 커졌다고 판단한다. 주식형 펀드 NAV - 설정원본 수치는 5월을 기점으로 플러스 전환 된 후 6월 말 기준 1.6조원으로 증가했다. 주식형 펀드 자금이 6월 기준 순유입으로 전환되었으나 주로 ETF로 유입되었으며 주식형 공모 펀드 자금은 여전히 순유출되고 있는 상황이다.

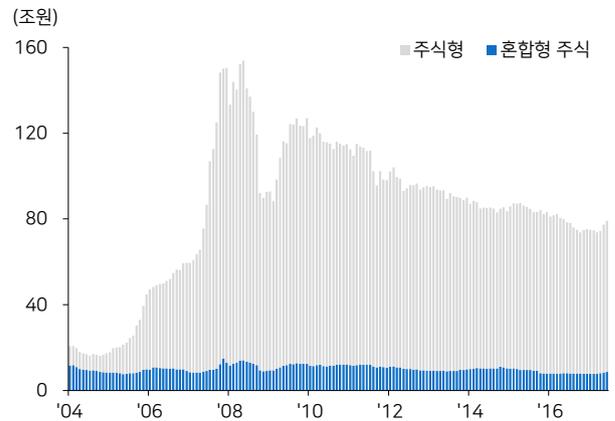
두 차례의 금융위기 이후 오랜 기간 동안 마이너스를 시현하던 고객들이 최근 원금회수에 나서고 있는 상황이나 최근 나타나고 있는 자금 유출은 마무리 단계라고 판단된다. 주식형 펀드 NAV-설정원본 수치가 증가함에 따라 손실보다는 이익을 시현한 고객들이 추가 납입을 할 가능성이 커지기 때문이다.

그림1 주식형 펀드 NAV- 설정원본



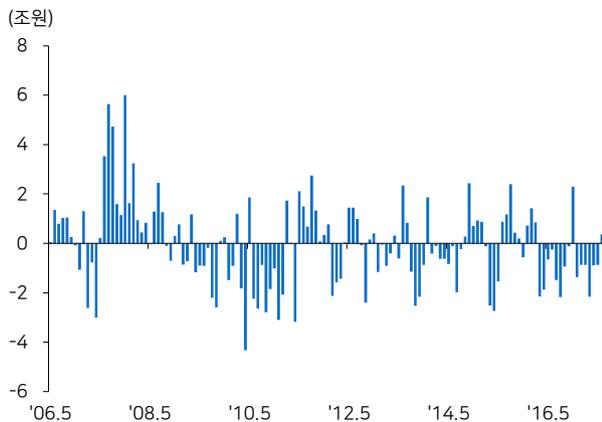
자료: 금융투자협회

그림2 주식형 펀드 잔고



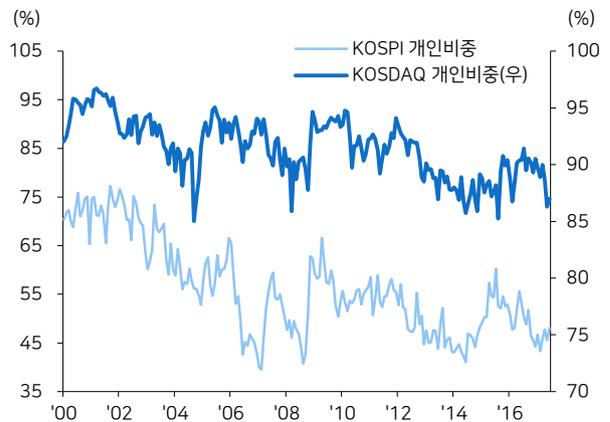
자료: 금융투자협회

그림3 주식형 펀드 기간 자금 유출입



자료: 금융투자협회

그림4 개인 비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

금리 및 증시 상승 시
ELS 자금이 주식형 상품으로 이동

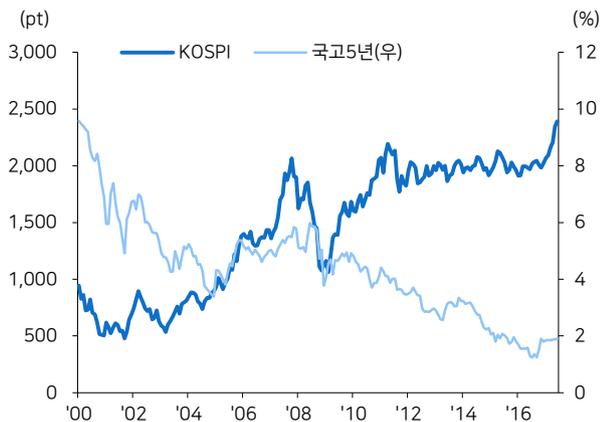
향후 금리 및 증시가 모두 상승하는 시장 환경에서 ELS의 매력이 감소하며 관련 자금이 주식형 상품으로 이동할 가능성이 높다. 추가 수익률 제공을 통해 보다 고 위험 상품(종목형 등)으로 발행될 가능성이 높기 때문이다. 저금리와 방향성이 불 확실한 증시 상황인 경우에 ELS는 가장 좋은 선택이 된다.

실제로 2017년 1월을 기점으로 ELS/ELB 미상환 잔고 금액이 감소하고 있다. 이는 2015년 상반기 중 대량으로 발행되었던 물량이 조기상환되고 있기 때문이나 상환금액 대비 재발행 금액이 적다는 반증이기도 하다.

증권사의 시장리스크 감소해
Valuation re-rating 가능

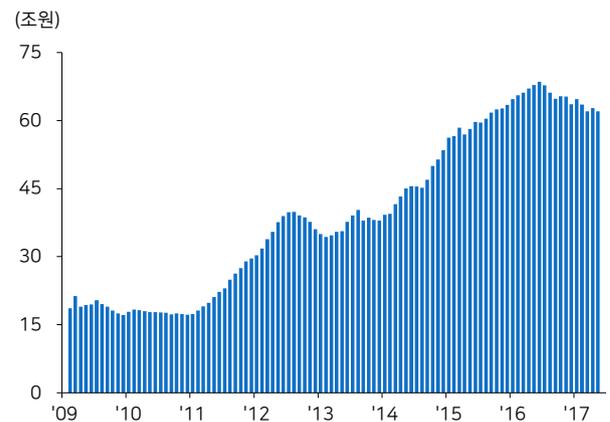
ELS 또한 주식형 펀드 못지 않게 수익성이 높은 상품이지만 증권사가 시장리스크 에 노출되기 때문에 수익 변동성이 커 valuation 하락 요인이다. 2011년을 기점으로 증권사의 PBR이 1배를 초과하지 못하는 주요 원인이라고 판단한다.

그림5 국고채 5년 금리 및 코스피 지수



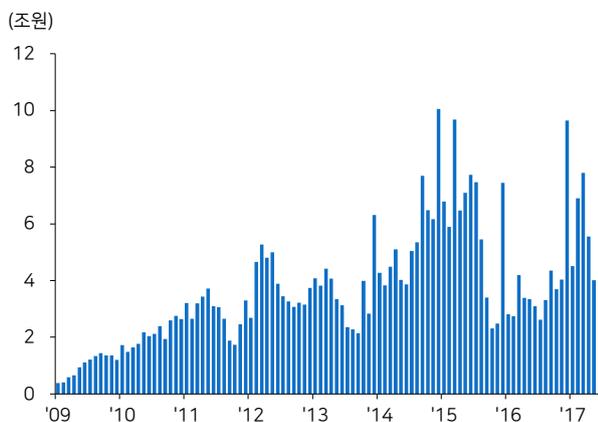
자료: KRX

그림6 ELS/ELB 미상환 잔고



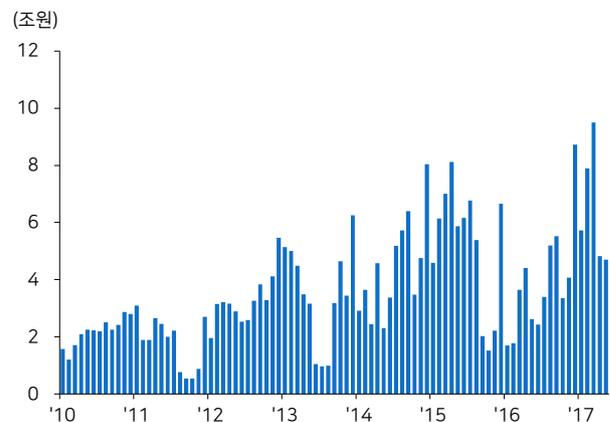
자료: 금융투자협회

그림7 ELS/ELB 발행금액



자료: 금융투자협회

그림8 ELS/ELB 상환금액



자료: 금융투자협회

증권사 2Q17E 순이익
2,974 억원 전망

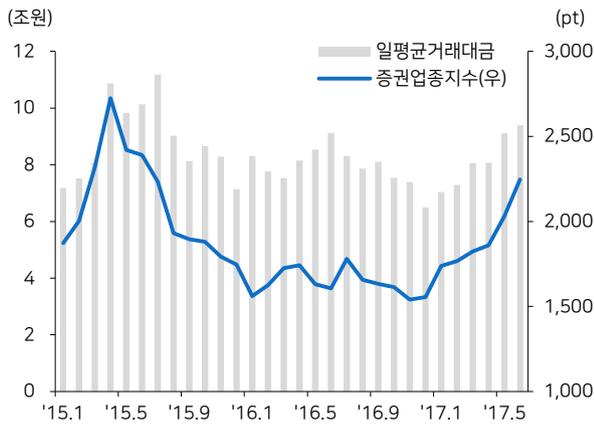
증권업 유니버스(미래에셋대우, NH투자증권, 삼성증권, 키움증권)기준 2Q17E 지배주주 순이익은 2,974억원(-5.6% QoQ, +47.0% YoY)이 전망된다. 일평균 거래대금 8.8조원으로 전분기 대비 18.4% 증가해 Brokerage 수익의 증가가 추정된다. 국내 및 해외지수 상승으로 ELS 발행 또한 견조했으며 대형 IPO 등으로 IB수익 또한 견조하다. 회사별 일회성 요인으로는 미래에셋대우의 애틀랜타 부동산 공모펀드 판매, 키움증권의 주식 부문 PI 성과, NH투자증권의 넷마블 IPO, 삼성증권의 ING 생명 IPO 수수료 수익이 인식된다.

표1 커버리지 증권사 지배주주 순이익 2Q17E Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
미래에셋대우	92.5	44.0	110.2	110.1	-16.0	95.1	-2.7
NH투자증권	86.9	66.9	29.9	88.6	-1.9	84.7	2.6
삼성증권	63.2	52.4	20.5	55.8	13.2	62.7	0.7
키움증권	54.8	38.9	40.8	60.6	-9.7	45.8	19.7
합계	297.4	202.3	47.0	315.1	-5.6	288.3	3.2

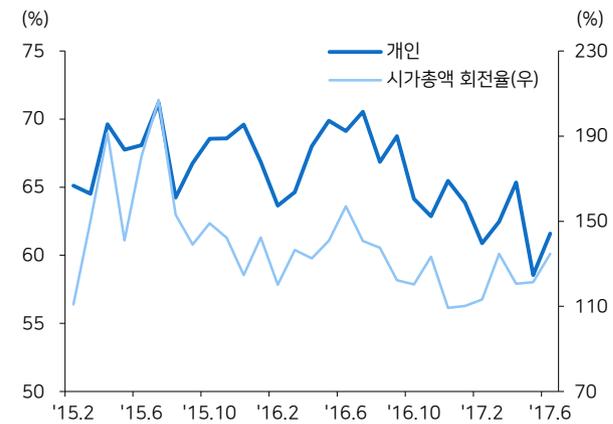
자료: 메리츠증권리서치센터, 각 사, Quantwise

그림9 일평균 거래대금 및 증권업종 지수



자료: KRX

그림10 개인 비중 및 시가총액 회전을



자료: KRX

표2 Valuation table

		미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	키움증권
투자의견		Buy	Trading Buy	Buy	Buy
현재가 (7.17) (원)		11,400	14,700	40,850	91,100
적정주가 (원)		14,000	17,500	51,000	110,000
상승여력		22.8%	19.0%	24.8%	20.7%
당기순이익 (십억원)	2015	298.9	215.1	275.0	189.7
	2016	39.6	236.1	174.2	179.9
	2017E	401.4	321.1	255.0	213.3
	2018E	440.4	322.4	290.7	227.8
ROE (%)	2015	7.0	4.8	7.9	18.7
	2016	0.7	5.1	4.7	15.3
	2017E	5.8	6.9	6.3	16.0
	2018E	6.0	6.7	6.6	15.0
ROA (%)	2015	0.9	0.5	1.0	3.5
	2016	0.1	0.6	0.5	2.4
	2017E	0.7	0.7	0.7	2.2
	2018E	0.7	0.6	0.8	2.2
BPS (원)	2015	13,081	15,175	50,264	49,913
	2016	12,792	15,497	50,068	56,278
	2017E	12,717	15,730	56,327	63,950
	2018E	13,298	16,234	59,203	73,198
EPS (원)	2015	852	718	3,923	8,584
	2016	76	789	2,280	8,142
	2017E	709	1,073	3,336	9,650
	2018E	778	1,077	3,803	10,309
PBR (배)	2015	0.72	0.67	0.83	1.24
	2016	0.57	0.62	0.63	1.28
	2017E	0.90	0.93	0.73	1.42
	2018E	0.86	0.91	0.69	1.24
PER (배)	2015	10.6	14.1	10.6	7.2
	2016	94.9	12.2	13.9	8.8
	2017E	16.1	13.7	12.2	9.4
	2018E	14.6	13.6	10.7	8.8
DPS (원)	2015	330	400	1,000	700
	2016	50	400	556	850
	2017E	217	571	814	1,007
	2018E	238	573	928	1,076
배당수익률 (%)	2015	3.5	4.0	2.4	1.1
	2016	0.7	4.1	1.8	1.2
	2017E	1.9	3.9	2.0	1.1
	2018E	2.1	3.9	2.3	1.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

미래에셋대우 (006800)

Buy, TP 14,000 원

2Q17E 지배주주 순이익 925억원(-16.0 QoQ, +110.2% YoY)이 전망된다. 브로커리지 MS가 약정기준 12.4%로 상승했으며 주로 개인 오프라인 거래 확대가 원인이다. 전분기 IB수익은 주로 DCM이었던 반면 2분기의 경우 ECM 및 PF 딜로 인한 수익 증가가 전망된다. ELS/DLS 발행규모는 4.5조원으로 전분기와 유사하다. 또한 애플랜타 부동산 공모펀드가 1,470억원 판매되며 수수료 수익 인식이 전망된다. 초대형 IB관련 발행어음은 연말 기준 약 2조원 발행을 목표로 하고 있다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 14,000원으로 12.0% 상향한다. 단기적으로는 자본효율성에 대한 우려 존재할 수 있으나 WM 기반과 PI 능력을 통해 시너지 창출 가능성이 높아 PBR Premium을 상향조정 했다. 2017년 순이익 추정치를 6.9% 상향 조정했으나 최근 NAVER와의 자사주 교환으로 EPS 및 BPS가 각각 -2.0%, -3.0% 하향 조정되었다.

표3 2Q17E Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	352.8	193.8	82.1	392.5	-10.1		
영업이익	126.8	53.6	136.5	143.5	-11.7	127.7	-0.7
당기순이익	95.9	44.0	118.0	110.2	-12.9	98.8	-2.9
당기순이익(지배)	92.5	44.0	110.2	110.1	-16.0	95.1	-2.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 Valuation table

적정주가	14,000원
이론주가	13,843원
2017 BPS	12,717원
적정 PBR	1.09배
PBR Premium	50%
이론 PBR	0.73배
17년 ROE	5.8%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	7.6%
업종 Beta	1.00
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	6.0%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
순이익	375.5	398.0	401.4	440.4	6.9	10.7
EPS (원)	724	768	709	778	-2.0	1.4
BPS(원)	13,111	13,683	12,717	13,298	-3.0	-2.8
ROE (%)	5.6	5.7	5.8	6.0	0.2	0.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

미래에셋대우 (006800)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
순영업수익	1,004.7	795.9	1,465.5	1,557.0	1,588.7
Brokerage 수익	360.5	311.9	413.0	433.1	421.0
IB 수익	31.0	123.4	59.5	87.4	95.0
금융상품판매수익	18.2	78.1	87.4	88.0	88.0
자산관리수수료	54.7	77.9	74.3	77.4	80.5
기타수수료 수익	104.5	80.0	138.9	144.8	140.9
수수료비용	71.5	127.1	124.6	131.5	127.8
상품운용손익	122.7	-454.4	228.0	202.5	196.1
이자손익	396.9	541.0	507.9	545.7	587.5
기타 손익	-12.2	165.2	43.7	109.7	107.7
판매관리비	601.6	792.3	920.7	947.3	948.5
영업이익	403.1	3.6	544.8	609.7	640.2
영업외 손익	-14.5	17.0	-5.4	-0.7	1.0
세전이익	388.7	20.6	539.4	609.0	641.2
법인세비용	89.8	4.6	124.6	146.2	153.9
당기순이익	298.8	16.0	414.8	462.9	487.3
지배주주	298.9	39.6	401.4	440.4	463.9

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산 총계	34,841.9	57,269.9	62,113.5	65,653.8	69,573.7
현금 및 예치금	6,307.5	5,137.9	5,351.5	5,855.5	6,433.4
유가증권	23,589.7	41,919.7	42,685.2	45,118.2	47,812.0
대출채권	3,054.0	4,421.6	4,810.1	5,084.3	5,387.8
유형자산	303.3	1,462.8	1,383.2	1,383.2	1,383.2
기타자산	1,587.4	4,327.8	7,883.5	8,212.7	8,557.3
부채 총계	30,456.6	50,609.6	54,891.3	58,103.2	61,535.8
예수부채	3,040.7	4,125.1	4,466.9	4,835.1	5,233.7
차입부채	11,212.6	18,947.3	19,552.2	20,346.1	21,172.2
발행사채	1,319.4	2,725.6	2,747.0	2,747.0	2,747.0
기타부채	14,883.9	24,811.5	28,125.2	30,175.1	32,383.0
자본총계	4,385.3	6,660.3	7,222.2	7,550.6	8,037.9
지배주주지분	4,384.6	6,631.5	7,195.2	7,523.6	8,010.9
자본금	1,703.9	3,402.0	3,402.0	3,402.0	3,402.0
자본잉여금	660.1	1,878.7	1,813.3	1,813.3	1,813.3
이익잉여금	2,016.0	1,398.0	1,663.9	1,992.3	2,479.6
기타자본	4.7	-47.2	316.0	316.0	316.0

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성					
자산	13.8	64.4	8.5	5.7	6.0
부채	15.2	66.2	8.5	5.9	5.9
예수부채	31.0	35.7	8.3	8.2	8.2
차입부채	12.5	69.0	3.2	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	5.2	51.2	8.5	4.6	6.5
순영업손익	25.8	-20.8	84.1	6.2	2.0
Brokerage	52.4	-13.5	32.4	4.9	-2.8
순이자손익	2.7	36.3	-6.1	7.4	7.7
판관비	14.0	31.7	16.2	2.9	0.1
영업이익	48.9	-99.1	15,087.1	11.9	5.0
당기순이익(지배)	45.6	-86.8	914.6	9.7	5.3
수익성					
영업이익률	40.1	0.5	37.2	39.2	40.3
판관비율	59.9	99.5	62.8	60.8	59.7

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	891.6	76.3	709.4	778.4	820.0
BPS	13,081.3	12,792.5	12,717.2	13,297.6	14,158.9
DPS	330.0	50.0	216.6	237.7	250.4
밸류에이션 (배)					
PER	10.6	94.9	16.1	14.6	13.9
PBR	0.7	0.6	0.9	0.9	0.8
수익성					
ROE	7.0	0.7	5.8	6.0	6.0
ROA	0.9	0.1	0.7	0.7	0.7
배당지표					
배당성향	37.1	65.6	30.5	30.5	30.5
배당수익률	3.5	0.7	1.9	2.1	2.2
안정성					
순자본비율	-	2,391.5	2,660.9	2,764.3	2,950.5
레버리지비율	-	773.0	754.7	763.0	759.5

키움증권 (039490)

Buy, TP 110,000 원

2Q17E 지배주주 순이익 548억원(-9.7% QoQ, +40.8% YoY)이 전망된다. 개인 비중 하락으로 약정 기준 MS는 15.9%로 하락했으나 개인 약정금액 규모는 소폭 증가해 Brokerage 수익 증가 예상된다. 전분기 우리은행 배당수익에 따른 기저효과 존재 하나 주식시장 호조에 힘입어 Trading 수익 감소는 크지 않다. 신용 관련 이자수익 또한 견조할 전망이다.

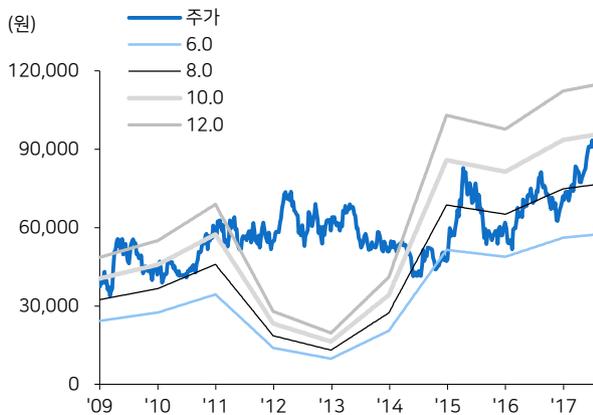
투자의견 Buy 및 적정주가 110,000원을 유지한다. 최근 거래대금의 증가는 외국인 이 주도했으나 향후 개인 비중 상승 가능성이 높다고 판단된다. 온라인 증권사 특성상 개인 위주의 거래대금 증가 시 이익이 극대화 된다. 키움에스저축은행, 우리은행 등의 인수 이후 즉각적인 수익화로 이어지고 있는 점 긍정적이며 중장기적 시너지 창출 가능성 높다. 최근 발행된 전환사채가 전환되는 경우 5.9%의 희석효과 발생하나 중장기적 Fundamental에 큰 영향은 없다고 판단된다.

표6 2Q17E Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	134.1	110.5	21.3	139.5	-3.8		
영업이익	71.5	47.5	50.7	78.6	-9.0	65.1	9.9
당기순이익	54.9	39.0	40.7	60.7	-9.7	52.0	5.5
당기순이익(지배)	54.8	38.9	40.8	60.6	-9.7	45.8	19.7

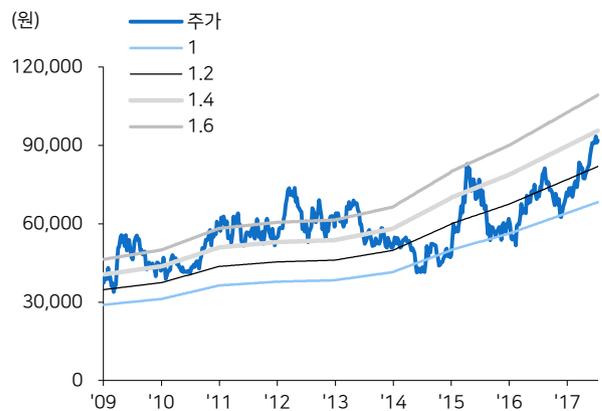
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 키움증권 PER 밴드



자료: Quantwise

그림12 키움증권 PBR 밴드



자료: Quantwise

키움증권 (039490)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
순영업수익	466.3	473.5	525.3	547.8	567.9
Brokerage 수익	185.7	173.5	174.1	183.9	178.8
IB 수익	21.5	20.2	22.5	22.9	23.0
금융상품판매수익	2.2	2.6	2.6	2.6	2.6
자산관리수수료	5.9	8.4	9.7	9.9	10.1
기타수수료 수익	53.1	77.8	79.4	79.7	79.7
수수료비용	59.8	67.4	71.5	75.6	73.4
상품운용손익	103.3	91.5	112.4	122.4	133.1
이자손익	121.2	138.0	156.1	167.2	178.2
기타 손익	33.4	28.9	40.0	34.8	35.9
판매관리비	224.9	242.8	247.9	252.2	254.2
영업이익	241.4	230.7	277.4	295.6	313.7
영업외 손익	8.2	5.2	2.9	4.6	5.1
세전이익	249.6	235.9	280.3	300.2	318.7
법인세비용	59.7	55.7	66.7	72.0	76.5
당기순이익	190.0	180.2	213.6	228.2	242.2
지배주주	189.7	179.9	213.3	227.8	241.9

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산 총계	6,152.2	8,857.1	10,170.4	10,960.5	11,832.0
현금 및 예치금	2,554.8	2,940.7	2,993.4	2,334.4	983.9
유가증권	1,479.0	3,156.9	3,203.4	3,452.2	3,726.7
대출채권	1,485.4	2,083.6	2,310.1	2,489.6	2,687.6
유형자산	125.9	170.5	164.1	164.1	164.1
기타자산	507.0	505.4	1,499.4	2,520.1	4,269.7
부채 총계	5,042.4	7,609.0	8,752.9	9,338.7	9,967.9
예수부채	3,306.5	4,192.2	4,885.5	5,288.3	5,724.2
차입부채	690.8	1,773.8	1,811.2	1,884.7	1,961.2
발행사채	200.0	250.0	197.0	197.0	197.0
기타부채	845.0	1,393.1	1,859.2	1,968.7	2,085.5
자본총계	1,109.9	1,248.0	1,417.5	1,621.8	1,864.1
지배주주지분	1,103.1	1,243.7	1,413.3	1,617.7	1,859.9
자본금	110.5	110.5	110.5	110.5	110.5
자본잉여금	188.5	190.0	189.7	189.7	189.7
이익잉여금	815.1	979.3	1,151.9	1,356.3	1,598.6
기타자본	-11.0	-31.7	-38.9	-38.9	-38.9

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성					
자산	30.5	44.0	14.8	7.8	8.0
부채	33.0	50.9	15.0	6.7	6.7
예수부채	35.0	26.8	16.5	8.2	8.2
차입부채	15.5	156.8	2.1	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	20.3	12.8	13.6	14.5	15.0
순영업수익	55.1	1.5	10.9	4.3	3.7
Brokerage	50.9	-6.6	0.3	5.6	-2.8
순이자손익	14.6	13.9	13.1	7.1	6.6
판관비	12.7	8.0	2.1	1.8	0.8
영업이익	139.1	-4.5	20.3	6.6	6.1
당기순이익(지배)	151.0	-5.2	18.5	6.8	6.2
수익성					
영업이익률	51.8	48.7	52.8	54.0	55.2
판관비율	48.2	51.3	47.2	46.0	44.8

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	8,584.3	8,142.1	9,649.9	10,309.5	10,945.8
BPS	49,912.8	56,278.4	63,950.1	73,197.8	84,159.4
DPS	700.0	850.0	1,007.4	1,076.3	1,142.7
밸류에이션 (배)					
PER	7.2	8.8	9.4	8.8	8.3
PBR	1.2	1.3	1.4	1.2	1.1
수익성					
ROE	18.7	15.3	16.0	15.0	13.9
ROA	3.5	2.4	2.2	2.2	2.1
배당지표					
배당성향	8.2	10.4	10.4	10.4	10.4
배당수익률	1.1	1.2	1.1	1.2	1.3
안정성					
순자본비율	-	397.8	480.8	569.9	677.5
레버리지비율	-	709.7	717.5	675.8	634.7

NH 투자증권 (005940)

Trading Buy, TP 17,500 원

2Q17E 순이익 869억원(-1.9% QoQ, +29.9% YoY)이 전망된다. 넷마블 IPO 관련 수수료 및 파크원 관련 수수료 중 일부 반영하며 안정적인 IB 수익 시현이 추정된다. 남아있는 파크원 관련 수수료는 향후 5년간 연간 약 60~160억 인식할 예정이다. 국내 및 해외지수 상승으로 ELS관련 이익 규모도 안정적이다.

투자의견 Trading Buy를 유지하고 적정주가를 17,500원으로 6.1% 상향한다. 주식시장 호조에 따른 WM 및 IB 관련 수익 증가로 기존 추정치 대비 2017년 EPS 6.7%, BPS 0.4% 상향 조정했기 때문이다. 동사는 IB관련 경쟁력이 뛰어나고 비교적 공격적인 영업을 하고 있어 시장상황 개선 시 이익 개선 속도가 빠르다.

표7 2Q17E Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	315.8	222.4	42.0	313.4	0.8		
영업이익	117.4	87.9	33.6	120.0	-2.2	114.7	2.3
당기순이익	87.0	67.2	29.5	88.6	-1.8	90.9	-4.3
당기순이익(지배)	86.9	66.9	29.9	88.6	-1.9	84.7	2.6

자료: 메리츠증권리서치센터

표8 Valuation table

적정주가	17,500원
이론주가	17,472원
2017 BPS	15,730원
적정 PBR	1.11배
PBR Premium	25%
이론 PBR	0.89배
17년 ROE	6.9%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	7.6%
업종 Beta	1.00
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	6.0%

자료: 메리츠증권리서치센터

표9 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
순이익	300.9	316.8	321.1	322.4	6.7	1.8
EPS (원)	1,005	1,058	1,073	1,077	6.7	1.8
BPS(원)	15,663	16,184	15,730	16,234	0.4	0.3
ROE (%)	6.4	6.6	6.9	6.7	0.5	0.1

자료: 메리츠증권리서치센터

NH 투자증권 (005940)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
순영업수익	1,076.8	934.8	1,212.6	1,222.1	1,275.5
Brokerage 수익	400.3	328.8	326.3	340.2	330.7
IB 수익	70.2	95.4	134.5	121.9	123.6
금융상품판매수익	32.9	31.0	35.0	35.3	35.3
자산관리수수료	30.7	29.6	26.1	27.2	28.3
기타수수료 수익	119.5	167.7	192.3	170.6	184.1
수수료비용	111.8	104.5	110.0	114.7	111.5
상품운용손익	-42.6	-254.3	24.3	14.9	35.8
이자손익	620.9	605.6	594.2	625.8	654.1
기타 손익	-43.3	35.4	-10.1	0.9	-4.9
판매관리비	762.6	632.8	776.8	783.8	796.8
영업이익	314.1	301.9	435.8	438.3	478.7
영업외 손익	-31.9	0.0	-13.1	-13.4	-10.4
세전이익	282.2	302.0	422.6	424.8	468.3
법인세비용	68.0	65.7	101.3	102.0	112.4
당기순이익	214.2	236.2	321.4	322.9	355.9
지배주주	215.1	236.1	321.1	322.4	355.4

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산 총계	41,706.3	42,970.6	48,913.9	51,696.3	54,691.3
현금 및 예치금	6,745.1	6,269.9	7,088.4	6,682.3	6,042.2
유가증권	29,158.1	30,763.2	33,303.4	35,197.9	37,237.0
대출채권	3,900.0	3,932.4	4,131.5	4,366.5	4,619.5
유형자산	365.9	359.9	359.1	355.9	352.9
기타자산	1,537.3	1,645.2	4,031.4	5,093.6	6,439.7
부채 총계	37,155.8	38,321.8	44,196.6	46,828.3	49,640.2
예수부채	1,978.5	2,372.1	2,195.6	2,376.6	2,572.5
차입부채	16,268.0	15,274.8	17,802.7	18,525.6	19,277.8
발행사채	1,298.5	1,897.6	1,298.6	1,298.6	1,298.6
기타부채	17,610.8	18,777.3	22,899.7	24,627.5	26,491.3
자본총계	4,550.5	4,648.8	4,717.3	4,868.0	5,051.1
지배주주지분	4,542.3	4,638.8	4,708.5	4,859.3	5,042.3
자본금	1,531.3	1,531.3	1,531.3	1,531.3	1,531.3
자본잉여금	1,538.4	1,538.4	1,538.4	1,538.4	1,538.4
이익잉여금	1,269.2	1,384.6	1,445.5	1,596.2	1,779.2
기타자본	203.5	184.6	193.4	193.4	193.4

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성					
자산	1.6	3.0	13.8	5.7	5.8
부채	1.3	3.1	15.3	6.0	6.0
예수부채	14.4	19.9	-7.4	8.2	8.2
차입부채	0.0	-6.1	16.5	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	4.0	2.1	1.5	3.2	3.8
순영업수익	51.8	-13.2	29.7	0.8	4.4
Brokerage	62.4	-17.9	-0.8	4.3	-2.8
순이자손익	19.5	-2.5	-1.9	5.3	4.5
판관비	30.7	-17.0	22.8	0.9	1.7
영업이익	150.4	-3.9	44.3	0.6	9.2
당기순이익(지배)	165.2	9.8	36.0	0.4	10.2
수익성					
영업이익률	29.2	32.3	35.9	35.9	37.5
판관비율	70.8	67.7	64.1	64.1	62.5

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	718.5	788.7	1,072.6	1,077.1	1,187.2
BPS	15,174.8	15,497.2	15,730.1	16,233.7	16,845.1
DPS	400.0	400.0	570.6	572.9	631.5
밸류에이션 (배)					
PER	14.1	12.2	13.7	13.6	12.4
PBR	0.7	0.6	0.9	0.9	0.9
수익성					
ROE	4.8	5.1	6.9	6.7	7.2
ROA	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7
배당지표					
배당성향	56.1	51.1	53.6	53.6	53.6
배당수익률	4.0	4.1	3.9	3.9	4.3
안정성					
순자본비율	-	1,341.9	1,241.3	1,252.6	1,275.3
레버리지비율	-	842.5	865.5	886.4	903.8

삼성증권 (016360)

Buy, TP 51,000 원

2Q17E 순이익 632억원(+13.2% QoQ, +20.5% YoY)이 전망된다. ING생명 IPO 등으로 IB 수익 증가가 추정된다. 국내 및 해외 지수 상승으로 인한 ELS 조 기상환 규모도 상당히 안정적인 운용손익을 시현할 전망이다. 거래대금의 증가에 힘입어 Brokerage 수익 또한 증가했다. 동사의 주요 수익원인 고객자산가 수 및 개인 고객자산은 증가세가 이어지고 있다.

투자 의견 Buy를 유지하고 적정주가를 51,000원으로 6.3% 상향한다. 증시 호조로 인해 ELS 및 IB관련 수익 증가하고 있어 기존 추정치 대비 2017년 EPS 8.4%, BPS 0.3% 상향조정 하였다. 2017년 BPS 56,327원에 적정 PBR 0.92배를 적용했다.

표10 2Q17E Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	232.9	220.0	5.8	217.8	6.9		
영업이익	83.3	68.0	22.5	74.7	11.5	85.5	-2.6
당기순이익	63.2	52.4	20.5	55.8	13.2	64.4	-2.0
당기순이익(지배)	63.2	52.4	20.5	55.8	13.2	62.7	0.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표11 Valuation table

적정주가	51,000원
이론주가	51,815원
2017 BPS	56,327원
적정 PBR	0.92배
PBR Premium	15%
이론 PBR	0.80배
17년 ROE	6.3%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	7.6%
업종 Beta	1.00
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	6.0%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표12 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
순이익	235.3	265.6	255.0	290.7	8.4	9.5
EPS (원)	3,079	3,475	3,336	3,803	8.4	9.4
BPS(원)	56,133	58,760	56,327	59,203	0.3	0.8
ROE (%)	5.8	6.0	6.3	6.6	0.5	0.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성증권 (016360)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
순영업수익	995.9	794.2	926.6	983.1	1,038.2
Brokerage 수익	443.6	336.1	355.4	370.5	360.2
IB 수익	32.1	31.0	38.3	38.2	38.3
금융상품판매수익	50.4	55.8	54.9	55.3	55.3
자산관리수수료	50.6	54.5	50.2	52.2	54.3
기타수수료 수익	60.0	65.0	60.6	61.4	61.4
수수료비용	96.5	92.4	91.7	95.6	92.9
상품운용손익	17.9	-50.9	31.4	29.6	37.8
이자손익	421.0	404.4	432.6	478.8	528.9
기타 손익	16.8	-9.3	-5.0	-7.4	-5.1
판매관리비	619.2	582.6	589.9	601.9	608.6
영업이익	376.7	211.7	336.8	381.2	429.6
영업외 손익	-11.8	18.2	-1.7	1.3	5.5
세전이익	364.9	229.9	335.0	382.5	435.1
법인세비용	89.8	55.6	80.0	91.8	104.4
당기순이익	275.0	174.2	255.0	290.7	330.7
지배주주	275.0	174.2	255.0	290.7	330.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
자산 총계	30,994.4	33,229.9	35,773.7	39,098.4	42,667
현금 및 예치금	6,182.5	6,200.4	6,473.6	6,702.6	6,840
유가증권	20,773.9	22,495.6	23,522.2	25,708.2	28,054
대출채권	2,155.5	2,931.2	3,402.3	3,718.5	4,058
유형자산	57.6	51.2	49.5	49.5	49
기타자산	1,824.9	1,551.4	2,326.2	2,919.6	3,665
부채 총계	27,470.6	29,403.0	31,468.3	34,573.2	37,811
예수부채	4,522.3	4,557.1	5,100.6	5,521.1	5,976
차입부채	11,568.6	12,954.8	12,382.0	12,884.8	13,408
발행사채	498.9	499.3	499.4	499.4	499
기타부채	10,880.8	11,391.7	13,486.3	15,667.9	17,927
자본총계	3,523.8	3,827.0	4,305.4	4,525.2	4,856
지배주주지분	3,523.8	3,826.9	4,305.4	4,525.2	4,856
자본금	394.2	394.2	458.5	458.5	458
자본잉여금	1,508.2	1,470.7	1,743.5	1,743.5	1,743
이익잉여금	1,785.3	1,889.4	2,032.6	2,252.4	2,583
기타자본	-163.8	72.6	70.9	70.9	71

Key Financial Data I

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성					
자산	20.3	7.2	7.7	9.3	9.1
부채	22.9	7.0	7.0	9.9	9.4
예수부채	27.4	0.8	11.9	8.2	8.2
차입부채	21.8	12.0	-4.4	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	2.8	8.6	12.5	5.1	7.3
순영업손익	29.6	-20.2	16.7	6.1	5.6
Brokerage	41.3	-24.2	5.7	4.3	-2.8
순이자손익	24.0	-3.9	7.0	10.7	10.4
판매비	2.9	-5.9	1.3	2.0	1.1
영업이익	125.6	-43.8	59.1	13.2	12.7
당기순이익(지배)	119.5	-36.6	46.4	14.0	13.8
수익성					
영업이익률	37.8	26.7	36.3	38.8	41.4
판매비율	62.2	73.3	63.7	61.2	58.6

Key Financial Data II

(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표 (원)					
EPS	3,923.2	2,279.6	3,336.4	3,803.2	4,326.3
BPS	50,264.1	50,067.7	56,327.4	59,203.1	63,529.3
DPS	1,000.0	556.0	813.8	927.6	1,055.2
밸류에이션 (배)					
PER	10.6	13.9	12.2	10.7	9.4
PBR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
수익성					
ROE	7.9	4.7	6.3	6.6	7.0
ROA	1.0	0.5	0.7	0.8	0.8
배당지표					
배당성향	25.5	24.4	24.4	24.4	24.4
배당수익률	2.4	1.8	2.0	2.3	2.6
안정성					
순자본비율	-	1,601.1	1,700.2	1,758.5	1,873.5
레버리지비율	-	751.9	707.6	735.8	748.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김고은)

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

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	투자조건	비율
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4 등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만	매수 중립 매도	92.8% 7.2% 0%
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)		

키움증권(039490) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자조건	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.20	산업브리프	Buy	100,000	박선호	
2015.10.19	산업분석	Buy	85,000	박선호	
2015.11.17	산업브리프	Buy	85,000	박선호	
2015.12.08	산업브리프	Buy	85,000	박선호	
2016.01.06	산업브리프	Buy	85,000	박선호	
2016.01.22	산업브리프	Buy	85,000	박선호	
2016.01.28	산업브리프	Buy	73,000	박선호	
2016.03.07	기업브리프	Buy	73,000	박선호	
2016.04.14	산업브리프	Buy	73,000	박선호	
2016.11.21	산업분석	Buy	85,000	담당자 변경 김고은	
2017.05.16	산업브리프	Buy	97,000	김고은	
2017.05.29	산업분석	Buy	110,000	김고은	
2017.07.18	산업브리프	Buy	110,000	김고은	

미래에셋대우(006800) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자조건	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.20	산업브리프	Buy	21,000	박선호	
2015.10.19	산업분석	Buy	21,000	박선호	
2015.11.17	산업브리프	Buy	18,000	박선호	
2015.12.08	산업브리프	Buy	18,000	박선호	
2016.01.06	산업브리프	Buy	18,000	박선호	
2016.01.28	산업브리프	Buy	10,000	박선호	
2016.04.14	산업브리프	Buy	10,000	박선호	
2016.11.21	산업분석	Buy	10,000	담당자 변경 김고은	
2017.05.16	산업브리프	Buy	11,000	김고은	
2017.05.29	산업분석	Buy	12,500	김고은	
2017.07.18	산업브리프	Buy	14,000	김고은	

NH 투자증권(005940) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.20	산업브리프	Buy	22,000	박선호	
2015.10.19	산업분석	Buy	17,000	박선호	
2015.11.17	산업브리프	Buy	17,000	박선호	
2015.12.08	산업브리프	Buy	17,000	박선호	
2016.01.06	산업브리프	Buy	17,000	박선호	
2016.01.22	산업브리프	Buy	17,000	박선호	
2016.01.28	산업브리프	Buy	13,000	박선호	
2016.02.29	기업브리프	Buy	13,000	박선호	
2016.03.11	산업브리프	Buy	13,000	박선호	
2016.03.25	산업브리프	Buy	13,000	박선호	
2016.04.14	산업브리프	Buy	13,000	박선호	
2016.11.21	산업분석	Trading buy	12,000	담당자 변경 김고은	
2017.05.16	산업브리프	Trading buy	13,500	김고은	
2017.05.29	산업분석	Trading buy	16,500	김고은	
2017.07.18	산업브리프	Trading buy	17,500	김고은	

삼성증권(016360) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.20	산업브리프	Buy	85,000	박선호	
2015.10.19	산업분석	Buy	70,000	박선호	
2015.11.17	산업브리프	Buy	70,000	박선호	
2015.12.08	산업브리프	Buy	70,000	박선호	
2016.01.06	산업브리프	Buy	70,000	박선호	
2016.01.22	산업브리프	Buy	70,000	박선호	
2016.01.28	산업브리프	Buy	48,000	박선호	
2016.02.24	기업브리프	Buy	48,000	박선호	
2016.04.14	산업브리프	Buy	48,000	박선호	
2016.11.21	산업분석	Trading buy	40,000	담당자 변경 김고은	
2017.05.16	산업브리프	Trading buy	43,000	김고은	
2017.05.29	산업분석	Buy	48,000	김고은	
2017.07.18	산업브리프	Buy	51,000	김고은	