

## 메리츠종금증권 (008560)

증권



심영민

02 3770 5585

hyungmin.shim@yuantakorea.com

|             |                   |
|-------------|-------------------|
| 투자의견        | <b>BUY (I)</b>    |
| 목표주가        | <b>5,400원 (I)</b> |
| 현재주가 (1/11) | <b>4,275원</b>     |
| 상승여력        | <b>32%</b>        |

|             |              |
|-------------|--------------|
| 주가 (01/11)  | 4,275원       |
| 자본금         | 7,175억원      |
| 시가총액        | 25,891억원     |
| 주당순자산       | 4,911원       |
| 부채비율        | 443.09       |
| 총발행주식수      | 717,488,890주 |
| 60일 평균 거래대금 | 80억원         |
| 60일 평균 거래량  | 1,863,774주   |

|          | 1개월   | 3개월  | 12개월   |
|----------|-------|------|--------|
| 절대       | (2.7) | 13.7 | (10.9) |
| 상대       | (3.8) | 16.7 | 6.8    |
| 절대(달러환산) | (1.5) | 16.5 | (14.5) |

## 강점은 유지, 전환은 빠르게

## 투자의견 BUY, 목표주가 5,400원으로 커버리지 개시

메리츠종금증권에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 5,400원으로 커버리지를 개시한다.

목표주가 5,400원은 2019년 Forward BPS 5,500원에 2019 Fair PBR 0.98배를 적용한 값이다.

## 부동산 PF 전문 역량 유지 → 종합금융투자회사로 변모

종금 라이선스 만료 영향은 제한적일 것 종금사 라이선스가 20년 4월부로 만료되지만, 동사는 2017년 7000억원 규모의 RCPS(상환우선주)발행과 함께 자기자본 3조원을 넘기면서 종합금융투자사업자로 지정되었다. 이로서, 기존 종금 계좌를 증권 계좌로 대체함으로써 어느 정도 기존의 여수신 기능을 유지할 수 있게 되었고, 뿐만 아니라 9월 28일 자본시장법 개정안 시행으로 기업신용공여 한도가 100% 추가되었다.

**부동산 PF 전문사 → 종합금융투자회사** 17년 말 대형IB로 지정된 이후, 동사는 '종합금융투자회사'로의 전환을 위해 사업포트폴리오 전반(BRK-WM-IB-Trading)에 변화를 주기 시작했다. WM관련 영업기반이 순조롭게 증가되고 있으며, IB부문의 경우는 국내 부동산을 넘어 해외 다양한 투자대상에 새롭게 집중하는 중이다.

**성공적인 전환 기대, IB 경쟁 심화는 경계요인..** 동사는 1) 본연의 강점인 부동산 PF 역량을 글로벌 시장에서 발휘함과 동시에 2) 종합금융투자회사로 가기 위한 사업 포트폴리오 조정을 거치면서 자연스럽게 초대형 IB의 대열에 합류하게 될 것으로 기대된다.

## 4분기 연결 순이익

(연결) 4Q18 지배순이익 887억원 (QoQ -16%) 전망, 연율 환산 ROE 10.3% 전망

(연결) 2018 지배순이익 4,041억원 (YoY +15%) 전망, ROE 12.3% 전망

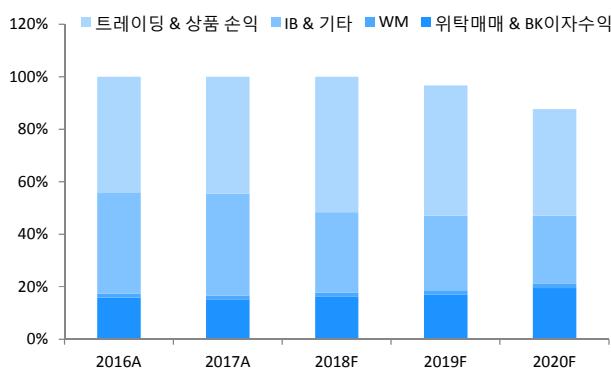
타 증권업 Peer 들과는 다르게, 동사의 순영업수익 내 Brokerage 비중은 10% 미만이다. 따라서 거래 대금 증감에 대한 영업실적 익스포저는 매우 낮은편이다. 트레이딩 영업환경 악화로 QoQ -25% 수준의 감익이 예상되며, 기타 부문은 무난한 실적이 예상된다.

| Quarterly earning forecasts |       |         |         |       | Forecasts and valuations (K-IFRS) |         |       |       |       |       |
|-----------------------------|-------|---------|---------|-------|-----------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|
|                             | 4Q18E | 전년동기대비  | 전분기대비   | 컨센서스  | 컨센서스대비                            | 결산(12월) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F |
| 영업이익                        | 1,208 | 13.7%   | -14.4%  | 1,189 | 1.6%                              | 순영업수익   | 6,452 | 8,482 | 9,854 | 9,324 |
| 세전이익                        | 1,248 | 11.2%   | -15.8%  | 1,374 | -9.1%                             | 영업이익    | 3,256 | 4,434 | 5,240 | 4,600 |
| 순이익                         | 899   | 4.1%    | -16.2%  | 1,006 | -10.7%                            | 세전이익    | 3,314 | 4,662 | 5,594 | 4,640 |
| 지배순이익                       | 887   | 4.3%    | -16.2%  | 967   | -8.2%                             | 지배순이익   | 2,538 | 3,510 | 4,041 | 3,435 |
| ROA                         | 1.0%  | -0.5%pt | -0.3%pt |       |                                   | PER (배) | 6.2   | 8.8   | 6.8   | 7.8   |
| ROE                         | 10.3% | 0.0%pt  | -2.3%pt |       |                                   | PBR (배) | 0.8   | 1.0   | 0.8   | 0.8   |

| 메리츠증권 실적 추정 테이블 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | (단위: 억원) |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
|                 | 1Q17  | 2Q17  | 3Q17  | 4Q17  | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18E | 2017  | 2018E | 2019E    |
| 순영업수익           | 1,874 | 2,142 | 1,772 | 1,840 | 2,080 | 2,037 | 2,472 | 2,112 | 7,628 | 8,700 | 8,585    |
| 수수료손익           | 842   | 1,064 | 952   | 908   | 904   | 1,010 | 845   | 847   | 3,766 | 3,606 | 3,499    |
| BK              | 130   | 174   | 167   | 204   | 279   | 238   | 148   | 143   | 676   | 808   | 634      |
| WM              | 29    | 25    | 30    | 27    | 36    | 32    | 33    | 34    | 111   | 135   | 144      |
| IB/기타           | 683   | 865   | 755   | 676   | 589   | 740   | 664   | 670   | 2,979 | 2,663 | 2,722    |
| BK-이자           | 104   | 113   | 124   | 129   | 146   | 120   | 150   | 175   | 470   | 591   | 707      |
| Trading & 상품    | 928   | 965   | 695   | 803   | 1,030 | 907   | 1,477 | 1,090 | 3,392 | 4,504 | 4,093    |
| 판관비             | 871   | 1,115 | 821   | 911   | 948   | 974   | 1,148 | 1,067 | 3,718 | 4,136 | 4,275    |
| 영업이익            | 1,003 | 1,027 | 951   | 929   | 1,132 | 1,063 | 1,324 | 1,045 | 3,909 | 4,565 | 4,310    |
| 영업외             | 31    | 15    | 8     | -8    | -1    | 0     | -2    | -1    | 47    | -4    | -6       |
| 세전이익            | 1,034 | 1,041 | 959   | 921   | 1,131 | 1,064 | 1,322 | 1,044 | 3,956 | 4,560 | 4,304    |
| 법인세             | 245   | 256   | 236   | 218   | 307   | 278   | 377   | 261   | 955   | 1,223 | 1,076    |
| 순이익             | 789   | 786   | 723   | 703   | 824   | 786   | 944   | 783   | 3,001 | 3,337 | 3,228    |
| 연결순이익(지배)       | 809   | 967   | 884   | 851   | 1,020 | 1,076 | 1,059 | 887   | 3,510 | 4,041 | 3,435    |
| CIR             | 46%   | 52%   | 46%   | 49%   | 46%   | 48%   | 46%   | 51%   | 49%   | 48%   | 50%      |
| ROE             |       |       |       |       |       |       |       |       | 13.8% | 12.3% | 10.0%    |

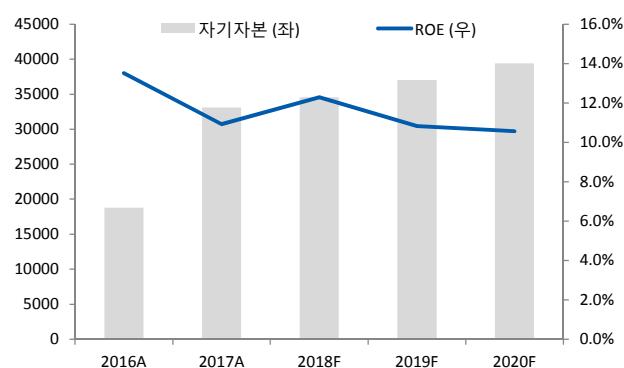
자료: 유안타증권 리서치센터

## 부문별 순영업수익 기여도 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

## ROE 및 자기자본 추이

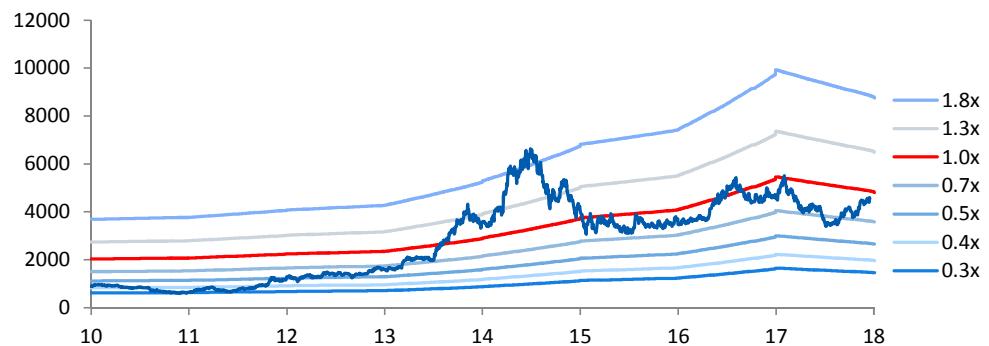


자료: 유안타증권 리서치센터

| Fair PBR Valuation         |        |        |        |        |              | (단위: 억원) |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------------|----------|
|                            | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020         |          |
| Book Value                 | 18,783 | 32,129 | 33,488 | 35,479 | 37,905       |          |
| # of Shares                | 45,350 | 67,435 | 66,055 | 64,511 | 62,120       |          |
| Forward BPS                | 4,142  | 4,764  | 5,070  | 5,500  | 6,102        |          |
| RoE                        | 14.1%  | 13.8%  | 12.3%  | 10.0%  | 11.1%        |          |
| CoE                        |        |        |        |        | 10.2%        |          |
| Risk-Free Rate             |        |        |        |        | 3.900%       |          |
| Beta                       |        |        |        |        | 1.107        |          |
| Exp Market Return          |        |        |        |        | 5.65%        |          |
| Long-term Growth Rate      |        |        |        |        | 0%           |          |
| Fair PBR                   |        |        |        |        | 0.98         |          |
| Fair Price                 |        |        |        |        | <b>5,400</b> |          |
| Current Price (2018/12/10) |        |        |        |        | 4,275        |          |
| Upside                     |        |        |        |        | 26.3%        |          |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 매리츠증금증권, PBR Chart



자료: 유안타증권 리서치센터

## 메리츠종금증권 (005940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 재무상태표(연결)       |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                 | 2016A   | 2017A   | 2018F   | 2019F   | 2020F   |
| 현금 및 현금성        | 6,572   | 10,263  | 9,511   | 14,121  | 19,999  |
| FV PL           | 80,513  | 99,199  | 141,256 | 152,665 | 165,296 |
| FV OCI          | 15,746  | 12,517  | 15,516  | 21,688  | 25,631  |
| AC (대여금 · 수취채권) | 54,775  | 85,236  | 110,286 | 118,887 | 127,362 |
| 증속 및 관계기업투자     | 2,318   | 2,097   | 4,507   | 4,332   | 4,354   |
| 파생상품자산          | -       | -       | -       | -       | -       |
| 유형자산 및 투자부동산    | 1,271   | 1,146   | 1,524   | 1,913   | 2,201   |
| 무형자산            | 357     | 350     | 461     | 564     | 643     |
| 기타자산            | 11,127  | 23,697  | 40,769  | 34,898  | 33,387  |
| 자산총계            | 172,678 | 234,506 | 323,830 | 349,068 | 378,874 |
| 예수부채            | 31,028  | 32,319  | 33,667  | 45,840  | 66,277  |
| FV-PL 금융부채      | 26,262  | 23,003  | 56,684  | 65,333  | 70,530  |
| 차입부채            | 86,945  | 104,899 | 123,435 | 130,497 | 140,966 |
| 발행사채            | 2,801   | 31,866  | 49,106  | 53,368  | 57,953  |
| 기타금융부채          | -       | -       | -       | -       | -       |
| 파생상품부채          | -       | -       | -       | -       | -       |
| 기타부채            | 6,859   | 9,292   | 30,834  | 34,036  | 37,044  |
| 부채 총계           | 153,895 | 201,380 | 293,726 | 329,075 | 372,770 |
| 지배주주지분          | 18,783  | 32,129  | 33,488  | 35,479  | 37,905  |
| 자본금             | 4,966   | 7,175   | 7,175   | 7,175   | 7,175   |
| 자본잉여금           | 5,615   | 14,130  | 14,130  | 14,130  | 14,130  |
| 이익잉여금           | 7,495   | 10,098  | 11,463  | 13,442  | 15,867  |
| 기타자본            | 790     | 802     | 793     | 804     | 805     |
| 비지배주주지분         | -0      | 997     | 997     | 997     | 997     |
| 자본 총계           | 18,783  | 33,126  | 34,486  | 36,476  | 38,902  |
| 부채 · 자본 총계      | 172,678 | 234,506 | 328,212 | 365,551 | 411,673 |

| 손익계산서(별도)   |       |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 순영업수익       | 6,470 | 7,628 | 8,700 | 8,585 | 9,037 |
| 수수료수익       | 3,271 | 3,766 | 3,606 | 3,499 | 3,662 |
| 위탁매매        | 672   | 676   | 808   | 634   | 643   |
| 자산관리        | 93    | 111   | 135   | 144   | 151   |
| IB · 기타     | 2,505 | 2,979 | 2,663 | 2,722 | 2,868 |
| 위탁매매 이자수익   | 353   | 470   | 591   | 707   | 766   |
| 트레이딩 · 상품수익 | 2,846 | 3,392 | 4,504 | 4,093 | 4,643 |
| 판매비와관리비     | 3,185 | 3,718 | 4,136 | 4,275 | 4,232 |
| 영업이익        | 3,285 | 3,909 | 4,565 | 4,310 | 4,805 |
| 영업외손익       | 30    | 47    | -4    | -6    | -6    |
| 법인세차감전순이익   | 3,315 | 3,956 | 4,560 | 4,304 | 4,799 |
| 당기순이익       | 2,530 | 3,001 | 3,337 | 3,228 | 3,599 |

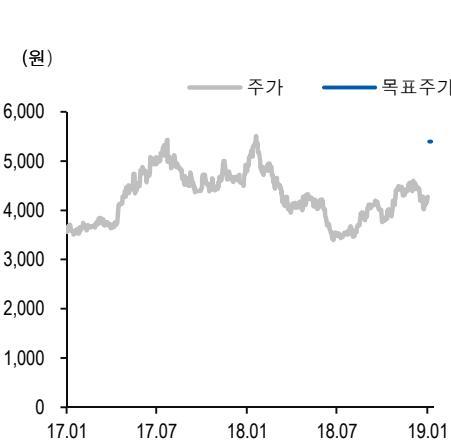
| 성장성 및 수익성지표 |       |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| EPS(원)      | 560   | 521   | 612   | 532   | 656   |
| BPS(원)      | 4,142 | 4,764 | 5,070 | 5,500 | 6,102 |
| DPS(원)      | 200   | 200   | 240   | 280   | 345   |
| PER(배)      | 6.18  | 8.79  | 6.82  | 7.83  | 6.36  |
| PBR(배)      | 0.84  | 0.96  | 0.82  | 0.76  | 0.68  |
| ROE (%)     | 14.1% | 13.8% | 12.3% | 10.0% | 11.1% |
| ROA (%)     | 1.5%  | 1.5%  | 1.1%  | 0.7%  | 0.6%  |
| 배당성향 (%)    | 35.7% | 36.7% | 36.0% | 48.0% | 48.9% |
| 배당수익률 (%)   | 5.8%  | 4.4%  | 5.8%  | 6.7%  | 8.3%  |

| 손익계산서(연결) |        |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|           | 2016A  | 2017A  | 2018F  | 2019F  | 2020F  |
| 영업수익      | 49,453 | 52,973 | 78,837 | 78,206 | 79,208 |
| 수수료수익     | 3,432  | 4,128  | 4,041  | 3,929  | 4,102  |
| 위탁매매      | 730    | 745    | 906    | 728    | 740    |
| 자산관리      | 91     | 109    | 133    | 142    | 149    |
| 인수 · 주선   | 2,611  | 3,274  | 3,002  | 3,060  | 3,215  |
| 기타        | 0      | -0     | -0     | -1     | -1     |
| 이자수익      | 4,772  | 6,627  | 9,602  | 10,189 | 10,215 |
| 금융상품관련수익  | 30,541 | 34,861 | 54,885 | 55,313 | 55,493 |
| 기타수익      | 10,708 | 7,357  | 10,309 | 8,775  | 9,398  |
| 영업비용      | 43,001 | 44,491 | 68,983 | 68,882 | 69,067 |
| 수수료비용     | 299    | 419    | 724    | 713    | 728    |
| 이자비용      | 2,429  | 2,994  | 3,973  | 4,095  | 4,094  |
| 금융상품관련비용  | 30,002 | 34,249 | 54,877 | 54,917 | 54,944 |
| 기타비용      | 10,272 | 2,781  | 4,795  | 4,433  | 4,625  |
| 판매비와관리비   | 3,196  | 4,048  | 4,614  | 4,724  | 4,677  |
| 영업이익      | 3,256  | 4,434  | 5,240  | 4,600  | 5,464  |
| 영업외손익     | 57     | 228    | 355    | 40     | 39     |
| 법인세차감전순이익 | 3,314  | 4,662  | 5,594  | 4,640  | 5,504  |
| 당기순이익     | 2,526  | 3,550  | 4,094  | 3,480  | 4,128  |
| 지배주주순이익   | 2,538  | 3,510  | 4,041  | 3,435  | 4,075  |

주당지표 및 벌류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

자료: 유인티증권

## 메리츠종금증권 (008560) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견         | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 괴리를 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
|------------|---------------|---------|-----------|-------------|--------------|
| 2019-01-14 | BUY<br>담당자 변경 | 5,400   | 1년        |             |              |
| 2018-11-29 | 1년 경과 이후      | -       | 1년        | -           | -            |
| 2017-11-29 | Not Rated     | -       | 1년        | -           | -            |

자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가}^* - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분             | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 1.6        |
| Buy(매수)        | 85.3       |
| Hold(중립)       | 12.6       |
| Sell(비중축소)     | 0.5        |
| 합계             | 100.0      |

주: 기준일 2019-01-11

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 심형민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당시와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.