



▲ 보험/증권

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

Overweight

Top Picks

한국금융지주(071050)	Buy	95,000원
NH투자증권(005940)	Buy	17,000원

관심종목

삼성증권(016360)	Buy	46,000원
미래에셋대우(006800)	Trading Buy	9,300원
키움증권(039490)	Trading Buy	98,000원

증권

한국금융지주 & 카카오 시너지 본격화

- ✓ 한국금융지주, 카카오페이와 P2P 및 후분양 사업 계획
- ✓ 1Q19E 증권사 커버리지 순이익 5,647억원(+970.0% QoQ, -24.3% YoY) 추정
- ✓ Top picks: 한국금융지주, NH투자증권 제시

한국금융지주, 카카오페이와 P2P 및 후분양 사업 계획

'19.3.3 금융위원회는 3개사에 부동산신탁업 예비인가를 발표했다. 한투부동산신탁은 부동산 금융상품 개발 능력을 기반으로 카카오페이, 다방 같은 ICT 기업과 함께 기존 B2B 시장을 B2C로 확장하겠다고 발표해 좋은 평가를 받았다. 18.09 기준 P2P연계 대부업자는 193개, 누적 대출 잔액은 4.3조원이다. 부동산 PF 담보 대출 비중이 크고 이에 대한 연체율이 18.7%까지 상승했는데 소형 P2P 업체들의 난립과 업체별 양극화가 주요 원인이다. 한투부동산신탁과 같은 top tier의 진입은 관련 시장이 질적으로 성장하는데 기여할 수 있다. 한국금융지주에게는 중장기적 레버리지 확대 가능성이 마련됐다는 점에서 valuation premium 요인이다.

1Q19E 순이익 5,647억원 전망

증권사 커버리지(미래에셋대우, 한국금융지주, NH투자증권, 삼성증권, 키움증권) 기준 1Q19E 순이익은 5,647억원(+970.0% QoQ, -24.3% YoY)으로 추정한다. 주식 시장 반등하며 일평균 거래대금 9.4조원, 신용잔고 10.4조원으로 전분기 대비 각각 6.9%, 8.7% 증가했다. ELS 조기상환 발생하고 금리 하락으로 채권 평가익 발생해 Trading 손익 개선이 뚜렷이 나타날 전망이다. 리테일 관련 지표들 개선되고 있으나 2년간의 경쟁으로 관련 마진은 하락하는 모습이다. 그럼에도 기업금융 관련 수익이 지속적으로 증가하고 있어 국내 대형증권사의 체질 개선이 여전히 진행 중이라고 판단한다.

Top Picks: 한국금융지주, NH투자증권

Top picks으로 한국금융지주 및 NH투자증권을 제시한다. 한국투자증권 발행어음 관련해 기관경고로 불확실성 해소되었다. 부동산신탁업 예비인가로 중장기적 성장 동력 마련했다. 카카오은행 흑자 전환, 한국투자파트너스 운용자산 급증하고 있어 계열사 시너지에 대한 기대가 크다. NH투자증권 발행어음 2.4조원으로 증가했으며 관련 마진은 100bp 수준이다. 향후 기업금융 비중 70%까지 늘리며 마진 160bp 이상을 계획하고 있다.

한국금융지주 & 카카오 시너지 드러날 것

한투부동산신탁(가칭), 카카오페이와 P2P 사업 진출

3개 증권사
부동산신탁업 예비인가 성공

19.03.03 금융위원회는 “부동산 신탁업 신규인가 추진방안(18.10)”에서 발표한 바와 같이 3개사(한투부동산신탁, 신영자산신탁, 대신자산신탁)에 부동산신탁업 예비인가를 발표했다. 외부평가위원회는 ‘총 12개 신청자를 종합적으로 평가한 결과 3개사가 사업계획 등이 다른 신청회사에 비해 우수하다’는 의견을 제출하였다. 예비인가를 받은 3개사는 6개월 이내에 인적, 물적 요건을 갖춰 본인가를 신청하게 되고 본인가 신청 후 1개월 이내에 본인가 여부가 결정된다.

(가칭)한투부동산신탁의 경우 우수한 부동산 금융 상품 개발 능력을 기반으로 카카오페이, 다방 같은 ICT 기업과 함께 기존 B2B 시장을 B2C로 확장하겠다고 발표해 좋은 평가를 받았다. 해당 컨소시엄에는 한국투자금융지주가 중심이 되어 카카오페이, 미디어월(다방), 피노텍과 같은 ICT 업체와 SH공사, 우리은행, 현대해상 등이 참가한 것으로 알려진다.

카카오페이와 P2P 진출 계획

사업계획 주요 내용으로는 1) 맞춤형 P2P 플랫폼 기반에 책임준공형 토지신탁 서비스 제공 2) 건축 공정 60~80% 이상의 시기에 분양하는 후분양제 사업 수행하는 신탁 3) 소수의 집주인이 소유한 노후주택 허물고 새로운 주택 건설하는 미니 개발 차입형 토지신탁 등을 제시했다.

부동산 경기에 대한 우려 대두되고 있으나 차입형 부동산 신탁업은 인가 2년 이후부터 시작할 수 있어 당장의 부동산 경기 둔화에 오히려 자유롭다. 또한 부동산 신탁업 인가와 함께 해당 업계 NCR 규제 강화방안도 함께 나오고 있어 자본력이 풍부한 모회사가 있는 한투부동산신탁에 긍정적이다.

표1 부동산신탁업 신규인가 추진방안 ('18. 10. 24) 주요내용

- ① 신규진입이 시장 경쟁도에 미치는 영향과 기존사 대비 신규 인가 수 비율 등을 감안하여 **최대 3개사까지 인가**
- ② **인가 후 2년** 동안 업무 경험을 쌓은 후, 별도의 인가절차 없이 **차입형 토지신탁* 업무 수행 가능(정치조건부 인가)**
- ③ 부동산신탁업의 특성을 감안하여 자본시장법령상 인가요건 중 **사업계획, 이해상충방지체계 및 대주주 적합성**을 중점 심사

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 예비인가 3개사에 대한 평가의견

신영자산신탁

부동산 개발·분양·임대·관리 등 소과정에 걸친 지속적 서비스 제공, 금전·부동산이 연계된 **종합재산관리 플랫폼** 구축 등 **사업계획의 혁신성**이 인정됨

한투부동산신탁

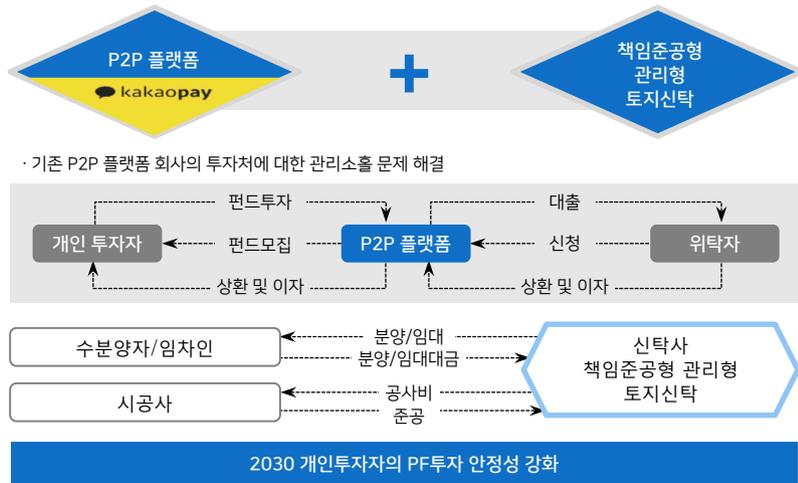
참여주주 역할을 활용하여 **부동산신탁과 Fintech·ICT의 결합** 등을 통한 혁신적인 서비스 제공과 **2030 세대** 등에 대한 **사업 확대**가 가능할 것으로 판단됨

대신자산신탁

도심공원 조성, 폐산업시설 활용, 창업클러스터 조성사업 등 **사업계획의 공공성·확장성**이 인정되고, 펀드·리츠(REITs) 등 참여주주의 역할을 활용하여 **고객과의 다양한 접점**을 마련할 수 있을 것으로 판단됨

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 한투부동산신탁 사업계획 1) 소규모 P2P 투자에 책임준공형 관리형 토지신탁 가미



자료: 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

그림2 한투부동산신탁 사업계획 2) 후분양 차입형 토지신탁

▶▶ 선분양 제도 문제점 인지



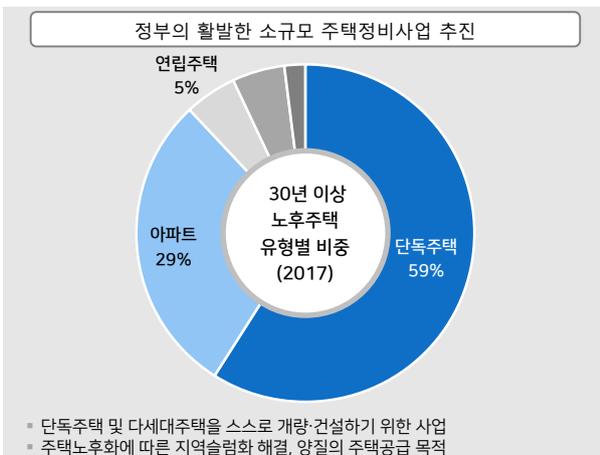
▶▶ 후분양 현실화



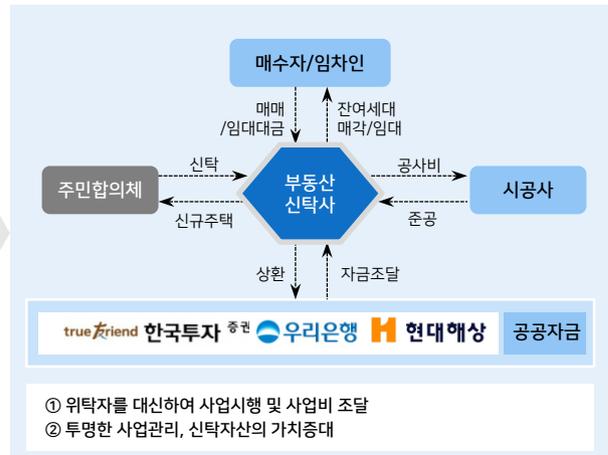
자료: 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

그림3 한투부동산신탁 사업계획 3) 소규모 주택 차입형 토지신탁

▶▶ 소규모주택 개량·건설 수요 존재



▶▶ 자산가치 및 주거환경 개선

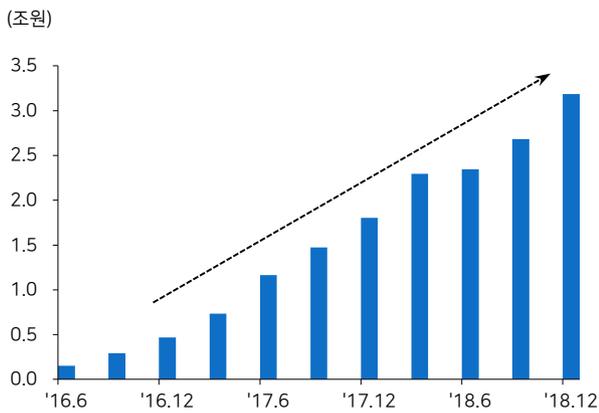


자료: 금융감독원, 메리츠증권리서치센터

P2P 소형 업체 난립으로
시장 양극화 중

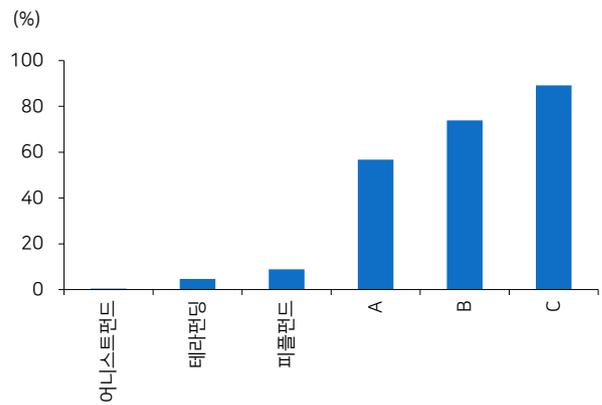
금융감독원에 따르면 18년 9월 기준 금융위에 등록된 P2P연계 대부업자는 193 개사, 누적 대출 잔액은 4.3조원, 대출 잔액은 1.7조원 수준이다. 특히 부동산 PF 담보 대출 비중이 크고 이에 대한 연체율이 18.7%까지 상승했는데 소형 P2P 업체들의 난립과 업체별 양극화가 주요 원인이다. 한투부동산신탁과 같은 top tier의 진입은 관련 시장이 질적으로 성장하는데 기여할 전망이다. 한국금융지주에게는 중장기적 레버리지 확대 가능성이 마련됐다는 점에서 valuation premium 요인이라고 판단된다.

그림4 P2P 누적 대출액



자료: 한국P2P금융협회

그림5 업체별 연체율 양극화(18.12)



자료: 한국P2P금융협회

표3 P2P 연계 대부업자의 업무 유형별 대출 현황(18.02~05 점검시점 기준)

(개사, 억원)	신용		담보			전체
	개인	법인	PF	부동산	기타	
취급업체수	25	24	47	73	54	133
누적대출액	2,645	1,682	9,198	5,995	5,295	24,815
대출잔액	1,266	672	4,584	2,521	1,864	10,907
대형(300억원 이상)	1,134	281	2,725	1,224	675	6,039
중형(30억원 이상)	50	221	1,617	1,052	1,028	3,968
소형(30억원 미만)	82	170	242	245	161	900

자료: 금융감독원, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 P2P 연계 대부업자 연체 현황(18.02~05 점검시점 기준)

(%)	신용		담보			전체
	개인	법인	PF	부동산	기타	
연체율(30일 이상)	4.9	11.7	18.7	6.7	10.4	12.5
30~90일 연체	1.8	5.8	6.6	4.0	3.2	4.8
90일 이상 장기연체	3.1	5.9	12.1	2.7	7.2	7.7

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

카카오뱅크 주식거래계좌 개설 이벤트, 채널 영향력 증명

카카오뱅크 주식계좌 개설 이벤트
30만계좌 개설

카카오뱅크에서 한국투자증권 신규 주식거래계좌 개설 시 2만원이 지급되는 이벤트가 지난 3월 25일부터 시행 중이다. 이벤트 시행 일주일 동안 30만 계좌 이상 개설된 것으로 파악된다. 이는 17~18년 NH투자증권의 평생 무료수수료 이벤트 시행 이후 약 1년 반에 걸쳐 개설된 계좌 수와 유사한 수준이다. 무료수수료 이벤트 관련 광고비가 월 10~15억원 가량 지출된 것으로 파악되는데 이와 같은 마케팅 비용을 한국투자증권은 고객에게 직접 지급하는 방식을 사용했다.

채널로서 가지는 파급력 확인

신규 계좌가 개설되는 경우 한국투자증권과 카카오은행이 각 1만원씩 지급하고 있어 관련 비용은 약 2~30억원이 예상된다. 실질 수요 보다는 리워드를 목적으로 한 계좌 개설일 수 있어 향후 얼마나 거래로 이어질 지는 지켜봐야 할 문제이다. 다만, 카카오뱅크가 채널로서 가지는 파급력을 확인했다는 점에서 의미가 있다. 향후 카카오뱅크의 주요 고객에게 맞는 비대면 금융상품이 담기는 경우 판매 채널로서의 영향력이 클 전망이다.

그림6 카카오뱅크 한국투자증권 주식 계좌 개설 이벤트



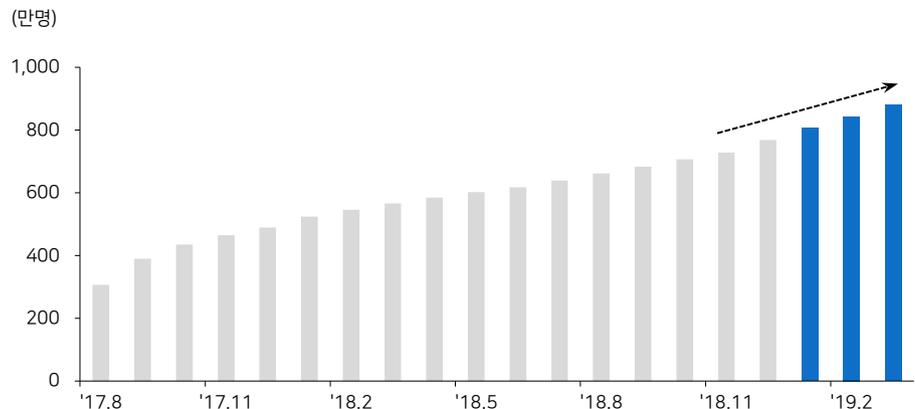
자료: 카카오뱅크, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 NH투자증권 비대면 나무(NAMUH) 이벤트 이후



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 카카오뱅크 고객 수 추이



자료: 한국금융지주, 메리츠종금증권 리서치센터

카카오뱅크 자본확충 이후 이익 성장 가속화 될 전망

카카오뱅크 1Q19 흑자전환
연내 추가 자본 확충 필요

카카오뱅크 4Q18 모임통장 관련 마케팅 비용 기저효과가 있어 1Q19 흑자 전환 될 전망이다. 다만, 작년 말 10조원 규모의 수신 잔고가 최근 14조원까지 증가해 예대율이 68%까지 하락했다. 18년말 BIS비율 13.9%로 대출을 늘리고 안정적인 흑자 구조를 가져가기 위해서는 추가 자본 확충이 필요하다.

다양한 금융상품 제시하면서
이익 성장 가속화 기대

연간 약 1,400억원의 판관비를 가정할 경우 BEP 달성 가능한 수준의 규모의 경제를 확보했다. 향후 대출자산 성장 및 수수료 수익 증대에 따라 이익 성장이 본격적으로 나타날 수 있다. 1) 담보 대출 확대 등으로 요구자본 증가 속도 둔화하고 2) 금융상품 판매 등으로 수수료 수익 증가시키는 것이 안정적인 수익 구조 달성에 주요한 요소다. 향후 한국금융지주가 가진 카카오은행 지분 관계 조정되어 2대주주가 되면 연결 자회사에서 지분법으로 회계 인식 방법이 변하게 되며 공정가액 평가 시 차액 발생 가능하다.

표5 카카오뱅크 대주주현황(18.12)

(주, %)	소유주식 수	지분율
한국투자금융지주	130,000,000	50.0
카카오	46,800,000	18.0
국민은행	26,000,000	10.0
넷마블	10,400,000	4.0
서울보증보험	10,400,000	4.0
우정사업본부	10,400,000	4.0
이베이코리아	10,400,000	4.0
Skyblue Luxury Investment	10,400,000	4.0
YES24	5,200,000	2.0
합계	260,000,000	100

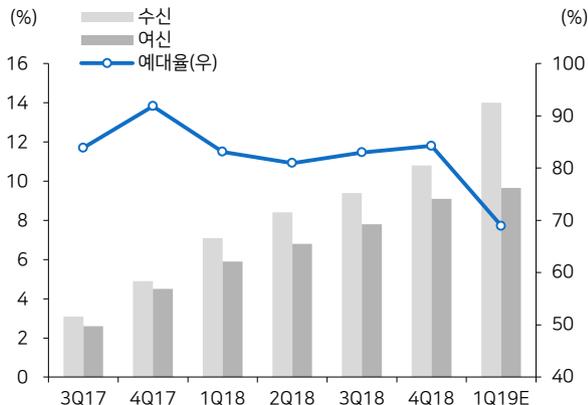
주: 무의결권 전환 우선주 포함
자료: 카카오뱅크, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 카카오뱅크 자본금 변동 현황

(주,억원)	주식의 종류	발행주식수	증/감자금액	자본금
16.01.22	보통주	180,000	9	9
16.03.16	보통주	19,820,000	991	1,000
16.11.11	보통주	40,000,000	2,000	3,000
17.09.06	보통주	100,000,000	5,000	8,000
18.04.26	보통주	40,000,000	2,000	10,000
18.04.26	우선주	60,000,000	3,000	13,000

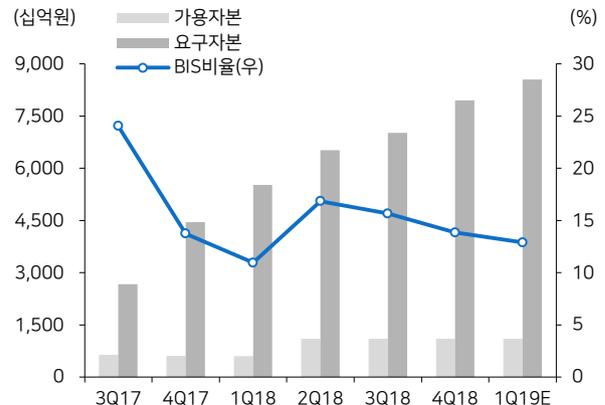
자료: 카카오뱅크, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 카카오뱅크 여수신 현황



자료: 한국금융지주, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 카카오뱅크 자본비율



자료: 한국금융지주, 메리츠증권증권 리서치센터

표7 카카오뱅크 손익계산서 추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
이자손익	34.9	40.4	48.0	60.1	54.4	59.8	64.7	70.2
이자수익	54.4	66.7	79.5	93.4	95.5	114.5	122.2	130.5
이자비용	19.5	26.3	31.5	33.3	41.0	54.7	57.5	60.4
수수료손익	-12.6	-16.4	-15.3	-15.5	-12.9	-6.4	-7.1	-8.6
수수료수익	18.7	21.4	24.7	3.2	14.2	15.9	16.3	15.9
수수료비용	31.3	37.8	40.0	18.6	27.0	22.3	23.4	24.6
기타영업손익	2.4	-3.4	-4.1	-10.0	-5.6	-6.7	-7.5	-8.8
기타영업수익	4.8	2.2	4.5	2.4	3.4	3.1	3.3	3.1
기타영업비용	2.3	5.6	8.6	12.3	9.0	9.8	10.8	11.9
판매비와 관리비	30.2	27.5	32.5	39.6	33.9	37.9	37.3	38.4
영업이익	-5.4	-6.9	-3.9	-5.0	2.1	8.7	12.9	14.3
당기순이익	-5.3	-6.7	-3.9	-5.1	1.5	6.4	9.4	10.4

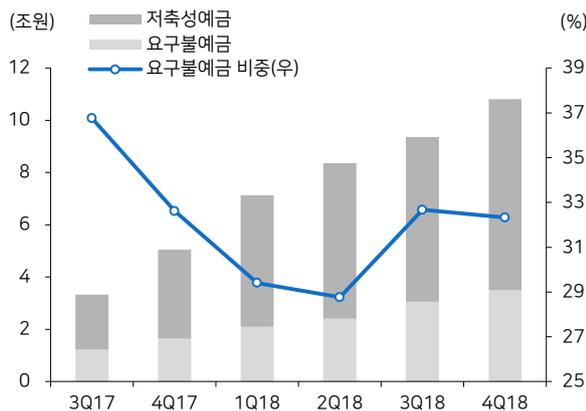
자료: 카카오뱅크, 메리츠증권증권 리서치센터

표8 카카오뱅크 재무상태표 추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
자산총계	7,917.6	9,659.7	10,740.7	12,126.7	15,371.7	16,080.9	16,828.2	17,613.4
현금 및 예치금	1,089.3	1,042.6	1,363.3	1,640.5	2,132.6	2,239.2	2,351.2	2,468.8
유가증권	740.4	1,243.4	1,353.0	1,099.7	3,166.7	2,798.1	2,365.2	1,857.9
대출채권	5,860.7	7,138.8	7,791.9	9,082.0	9,767.9	10,739.0	11,807.2	12,982.3
부채총계	7,255.2	8,510.3	9,594.9	10,986.3	14,229.8	14,932.6	15,670.5	16,445.2
예수부채	7,128.6	8,364.5	9,358.7	10,811.6	14,055.1	14,757.9	15,495.8	16,270.6
자본총계	662.4	1,149.4	1,145.8	1,140.4	1,141.9	1,148.3	1,157.7	1,168.2

자료: 카카오뱅크, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 카카오뱅크 요구불 예금 비중



자료: 카카오뱅크, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 카카오뱅크 연체율 및 고정이하 여신비율



자료: 카카오뱅크, 메리츠증권증권 리서치센터

1Q19 실적 전망

증권사 1Q19E 순이익 5,647억원 전망

증권사 커버리지(미래에셋대우, 한국금융지주, NH투자증권, 삼성증권, 키움증권) 기준 1Q19E 순이익은 5,647억원(+970.0% QoQ, -24.3% YoY)으로 추정한다. 주식 시장 반등하며 일평균 거래대금 9.4조원, 신용잔고 10.4조원으로 전분기 대비 각각 6.9%, 8.7% 증가했다. ELS 조기상환 발생하고 금리 하락으로 채권 평가익 발생해 Trading 손익 개선이 뚜렷이 나타날 전망이다. 리테일 관련 지표들 개선되고 있으나 2년간의 경쟁으로 관련 마진은 하락하는 모습이다. 그럼에도 기업 금융 관련 수익이 지속적으로 증가하고 있어 국내 대형증권사의 체질 개선이 여전히 진행 중이라고 판단한다.

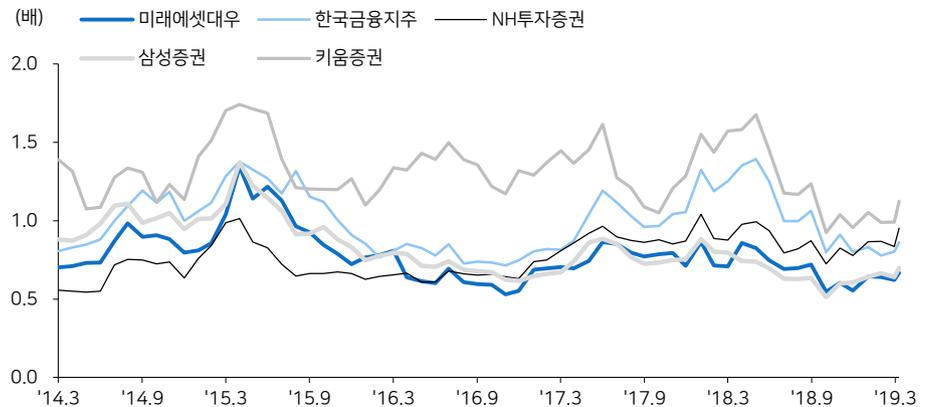
Top picks으로 한국금융지주 및 NH투자증권을 제시한다. 한국투자증권 발행어음 관련해 기관경고로 불확실성 해소되었다. 부동산신탁업 예비인가로 중장기적 성장 동력 마련했다. 카카오은행 흑자 전환, 한국투자파트너스 운용자산 급증하고 있어 계열사 시너지에 대한 기대가 크다. NH투자증권 발행어음 2.4조원으로 증가했으며 관련 마진은 100bp 수준이다. 향후 기업금융 비중 70%까지 늘리며 마진 160bp 이상을 계획하고 있다.

표9 커버리지 증권사 1Q19 Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
미래에셋대우	121.5	199.3	-39.0	27.0	349.5	123.5	-1.6
한국금융지주	134.8	198.2	-32.0	1.9	7,130.5	144.8	-6.9
NH투자증권	124.2	128.1	-3.0	10.4	1,095.4	93.3	33.1
삼성증권	97.9	132.6	-26.1	35.2	178.0	89.5	9.5
키움증권	86.2	87.7	-1.8	-21.8	흑전	73.7	16.9
합계	564.7	745.9	-24.3	52.8	970.0	524.8	7.6

자료: 각 사, Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 커버리지 증권사 PBR 추이



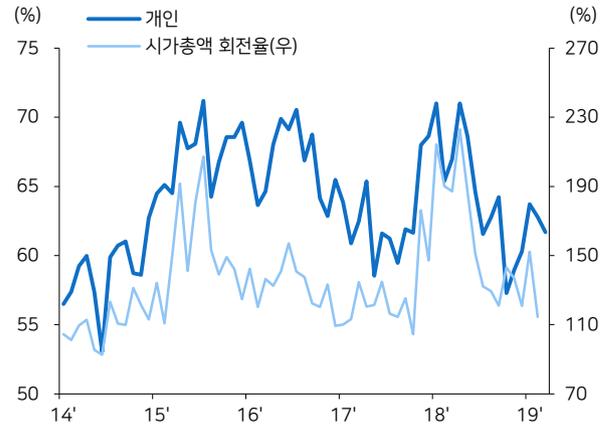
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 일평균 거래대금 및 증권업종 지수



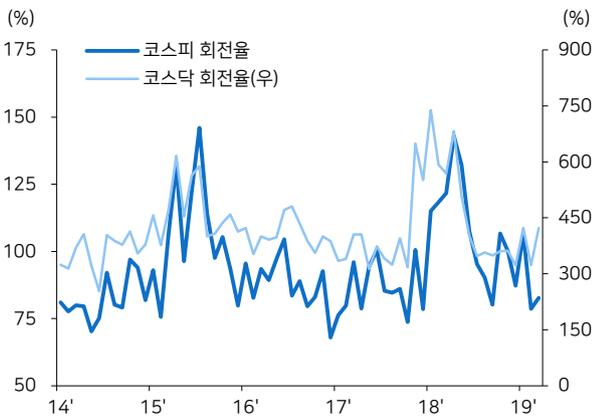
자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 개인 비중 및 시가총액 회전율



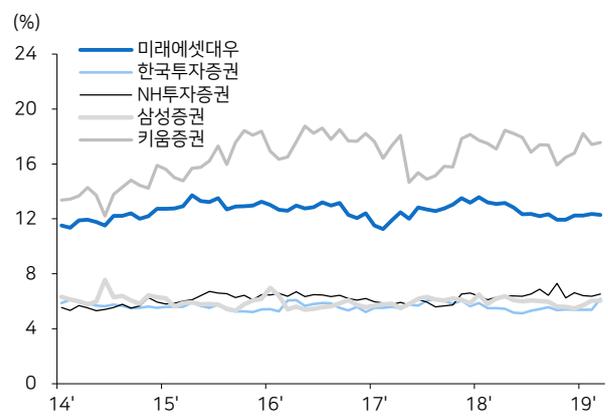
자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 KOSPI 및 KOSDAQ 회전율



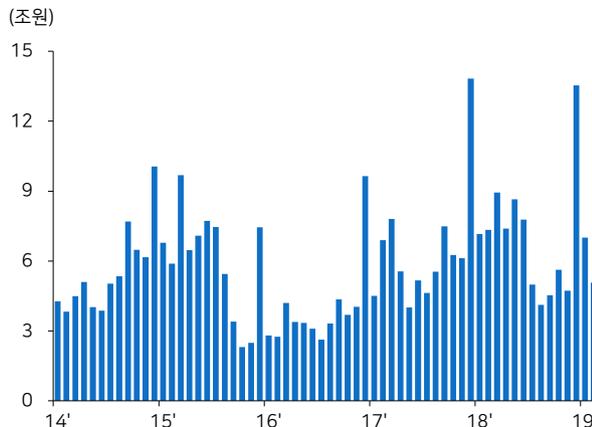
자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 약정 기준 Brokerage MS



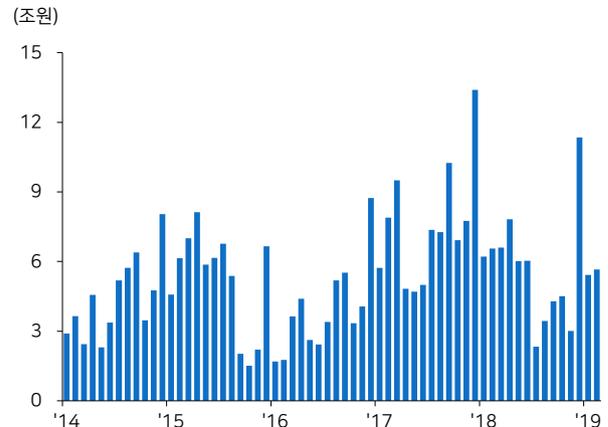
자료: Check, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 ELS/ELB 발행실적



자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 ELS/ELB 상환실적



자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

표10 Valuation table

		미래에셋대우	NH투자증권	한국금융투자	삼성증권	키움증권
투자의견		Trading Buy	Buy	Buy	Buy	Trading Buy
현재가 (4.9) (원)		7,780	14,350	70,100	36,400	90,900
적정주가 (원)		9,300	17,000	95,000	46,000	98,000
상승여력		19.5%	18.5%	35.5%	26.4%	7.8%
당기순이익(십억원)	2017	503.2	350.1	509.3	271.4	240.2
	2018	455.8	360.9	529.5	329.1	193.2
	2019E	534.7	435.7	595.7	351.3	281.3
	2020E	560.8	474.8	621.6	358.8	273.8
ROE (%)	2017	7.2	7.4	14.1	6.6	17.2
	2018	5.8	7.3	13.0	7.3	10.7
	2019E	6.3	8.4	12.9	7.4	12.8
	2020E	6.3	8.6	12.1	7.2	11.3
ROA (%)	2017	0.7	0.8	1.2	0.8	2.3
	2018	0.4	0.7	0.9	0.9	1.3
	2019E	0.4	0.8	0.8	0.9	1.5
	2020E	0.4	0.8	0.7	0.9	1.4
BPS (원)	2017	12,999	16,138	66,018	49,408	68,988
	2018	12,051	16,863	73,917	52,207	80,363
	2019E	12,571	17,855	83,876	54,590	90,578
	2020E	13,115	18,892	92,528	56,877	99,574
EPS (원)	2017	889	1,170	8,721	3,040	10,870
	2018	661	1,206	9,066	3,685	7,609
	2019E	775	1,456	10,201	3,934	11,079
	2020E	813	1,586	10,644	4,018	10,782
PBR (배)	2017	0.71	0.86	1.05	0.74	1.27
	2018	0.54	0.77	0.80	0.60	0.97
	2019E	0.62	0.80	0.84	0.67	1.00
	2020E	0.59	0.76	0.76	0.64	0.91
PER (배)	2017	10.3	11.9	7.9	12.0	8.1
	2018	9.9	10.8	6.6	8.5	10.3
	2019E	10.0	9.9	6.9	9.3	8.2
	2020E	9.6	9.0	6.6	9.1	8.4
DPS (원)	2017	220	500	1,600	1,000	1,300
	2018	220	500	1,800	1,400	1,046
	2019E	262	604	2,025	1,652	1,522
	2020E	275	658	2,113	1,848	1,482
배당수익률 (%)	2017	2.4	3.6	2.3	2.7	1.5
	2018	3.4	3.8	3.0	4.4	1.3
	2019E	3.4	4.2	2.9	4.5	1.7
	2020E	3.5	4.6	3.0	5.1	1.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

한국금융지주 (071050)

Buy, TP 95,000원

1Q19E 지배주주 순이익 1,348억원(+7,130.5% QoQ, -32.0% YoY)으로 추정한다. 시장 거래대금 및 신용잔고 회복되었으며 전분기 대비 주식시장 상승하여 Trading 손익 회복이 추정된다. 발행어음 잔고는 4.7조원으로 증가하였고 관련 마진 200bp 유지되고 있다. 발행어음 관련해 기관경고 받아 불확실성 제거되었다. 한국투자파트너스가 발굴한 ABL바이오의 주가 상승으로 금융계열사에 매각익이 발생했으며 저축은행 및 캐피탈 또한 안정적인 실적 유지되고 있다. 카카오뱅크와 비대면계좌 개설 이벤트 시행하여 약 20만계좌 개설되었다. 카카오뱅크와 한국투자증권의 계좌당 각각 1만원을 지급하고 있어 관련 비용 약 2~30억원 발생한다.

투자의견 Buy 및 적정주가 95,000원을 유지하고 업종 내 top pick으로 제시한다. 카카오페이와 컨소시엄 형성해 부동산신탁업 인가 받아 중장기 핀테크 성장동력 갖춰나가고 있다고 판단된다. 카카오뱅크 수신 규모가 14조원으로 급증해 예대율이 68%대로 하락했다. 18년말 BIS비율이 13%까지 하락해 대출 잔고를 적극적으로 늘리기 위해서는 추가적인 자본조달이 필요하다.

표11 1Q19E Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	302.4	365.1	-17.2	286.3	5.6		
영업이익	154.7	210.7	-26.6	129.2	19.7		
당기순이익(한투 별도)	111.1	164.4	-32.4	90.0	23.4		
당기순이익(연결, 지배)	134.8	198.2	-32.0	1.9	7,130.5	144.8	-6.9

자료: 한국금융지주, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 한국금융지주 PER 밴드



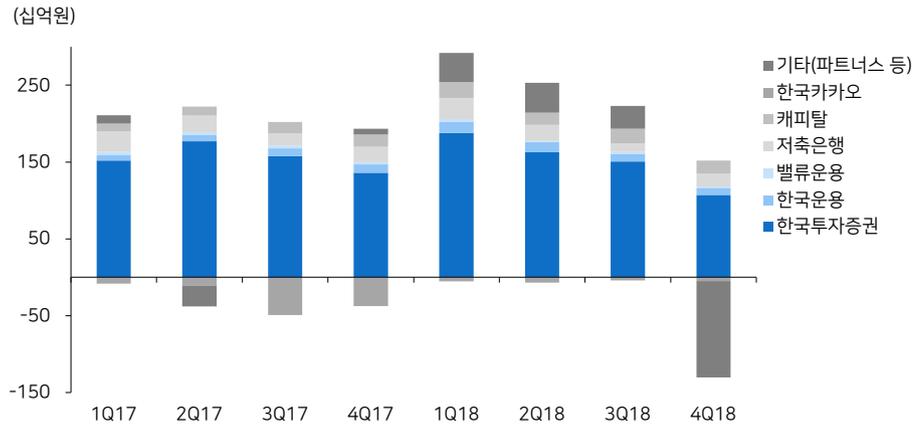
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 한국금융지주 PBR 밴드



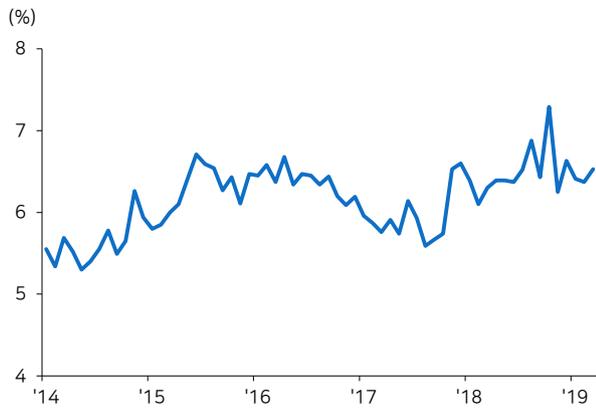
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 자회사 세전이익



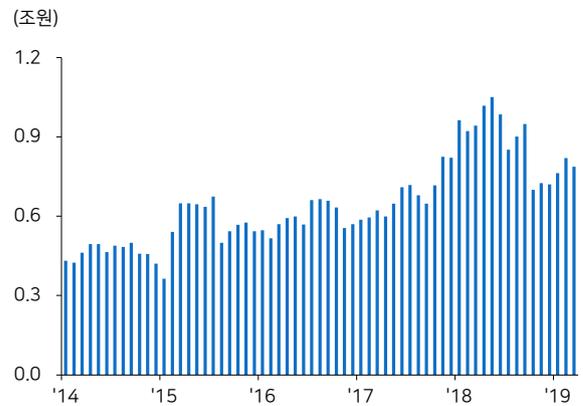
자료: 한국금융지주, 메리츠증권리서치센터

그림23 Brokerage 약정 MS



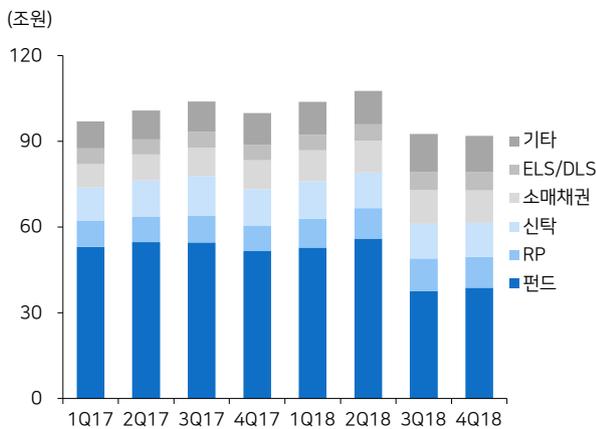
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림24 신용잔고



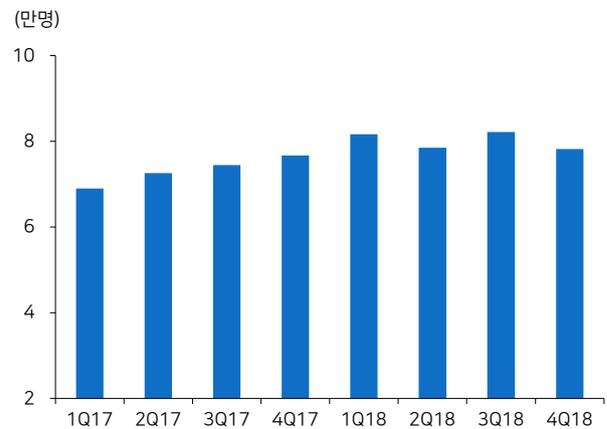
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림25 WM잔고



자료: 한국금융지주, 메리츠증권리서치센터

그림26 1억원 이상 고객 수



자료: 한국금융지주, 메리츠증권리서치센터

한국금융지주 (071050)

Income Statement(한국투자증권 별도 기준)

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	1,135.9	1,267.8	1,238.3	1,357.0	1,423.1
Brokerage 수익	259.8	290.8	256.6	256.4	268.6
IB 수익	141.6	136.0	138.9	139.3	139.4
금융상품판매수익	70.3	78.7	74.3	78.9	83.7
자산관리수수료	49.6	49.8	63.2	65.8	68.5
기타수수료 수익	109.1	144.7	145.9	146.2	146.3
수수료비용	99.1	121.8	129.4	129.3	135.4
상품운용손익	211.9	150.3	84.2	137.5	133.9
이자손익	392.5	536.5	601.6	659.3	715.4
기타 손익	0.2	2.8	3.0	2.9	2.9
판매관리비	532.5	597.1	597.2	617.6	627.4
영업이익	603.5	670.6	641.1	739.3	795.7
영업외 손익	-12.5	-11.2	-12.3	-14.1	-13.5
세전이익	591.0	659.4	628.8	725.2	782.1
법인세비용	118.7	155.9	168.5	194.4	209.6
당기순이익	472.3	503.5	460.3	530.9	572.5

Balance Sheet(한국투자증권 별도 기준)

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산 총계	37,545.1	44,351.3	47,134.6	50,152.4	53,517.6
현금 및 예치금	6,273.6	8,182.3	8,491.7	9,087.3	9,755.8
유가증권	25,690.9	29,010.0	31,179.5	33,175.9	35,401.9
대출채권	3,352.0	3,691.2	4,398.6	4,680.2	4,994.3
유형자산	301.0	294.6	294.6	294.6	294.6
기타자산	1,927.6	3,173.3	2,770.2	2,914.5	3,071.1
부채 총계	33,303.4	40,000.8	42,442.4	45,053.2	47,845.8
예수부채	3,342.5	3,897.3	4,218.6	4,566.3	4,942.8
차입부채	15,054.5	16,356.1	17,020.2	17,711.3	18,430.4
발행사채	700.0	799.0	799.0	799.0	799.0
기타부채	14,206.4	18,948.4	20,404.6	21,976.5	23,673.6
자본총계	4,241.8	4,350.5	4,692.2	5,099.3	5,671.8
자본금	175.7	175.7	175.7	175.7	175.7
자본잉여금	3,052.7	3,052.7	3,052.7	3,052.7	3,052.7
이익잉여금	815.9	950.3	1,291.9	1,699.1	2,271.6
기타자본	197.5	171.8	171.8	171.8	171.8

Financial Statement(한국금융지주 연결 기준)

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업손익	1,446.6	1,541.5	1,794.9	1,928.9	2,065.1
수수료손익	656.2	708.2	668.5	681.1	699.8
이자손익	562.9	887.7	1,087.0	1,184.8	1,330.8
상품운용손익	257.3	-95.3	-17.5	2.0	-27.3
판매관비	795.5	919.1	1,005.0	1,080.8	1,123.6
영업이익	651.1	622.4	790.0	848.1	941.5
세전이익	642.0	739.3	832.0	912.5	997.6
당기순이익	462.1	540.6	609.0	667.9	730.3
지배주주 손이익	509.3	529.5	595.7	621.6	650.9
자산	48,743.0	62,948.0	78,542.9	98,121.8	122,839.5
현금 및 예치금	5,091.7	8,618.7	10,753.9	13,434.6	16,818.9
유가증권	29,491.5	34,068.4	42,508.6	53,104.9	66,482.5
대출채권	12,250.4	17,924.5	22,365.2	27,940.3	34,978.7
부채	44,606.7	58,050.2	73,154.7	92,189.3	116,176.8
자본(지배주주)	4,136.3	4,897.8	5,388.3	5,932.4	6,662.7

Key Financial Data

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS (원)	8,721	9,066	10,201	10,644	11,146
BPS (원)	66,018	73,917	83,876	92,528	103,892
DPS (원)	1,600	1,800	2,025	2,113	2,213
밸류에이션					
PER (배)	7.9	6.6	6.9	6.6	6.3
PBR (배)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
수익성					
ROE (%)	14.1	13.0	12.9	12.1	11.3
ROA (%)	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
배당지표					
배당성향 (%)	16.6	17.9	17.9	17.9	17.9
배당수익률 (%)	2.3	3.0	2.9	3.0	3.2
안정성					
순자본비율	1,469.9	1,016.9	1,119.0	1,250.1	1,462.3
레버리지비율	885.1	1,019.5	1,004.5	983.5	943.6

NH투자증권 (005940)

Buy, TP 17,000원

1Q19E 순이익 1,242억원(+1,095.4% QoQ, -3.0% YoY)으로 추정한다. 주식시장 회복하며 ELS 관련 Trading 손익이 크게 증가하고 조기 상환 물량도 늘어나 이익이 크게 증가할 전망이다. IB 부문 주요 Big Deal로는 서울스퀘어, 삼성SDS 타오 인수 및 Sell down 으로 약 180~190억원의 수익 인식된다. 발행어음 잔고는 현재 2.4조원으로 증가했으며 관련 마진은 100bp 수준이다. 경쟁사 대비 마진이 적은 이유는 기업금융 및 부동산 금융 비중을 적게 가져갔기 때문이다. 향후 기업금융 비중 70%까지 늘리며 마진 160bp 이상 가져갈 계획이다.

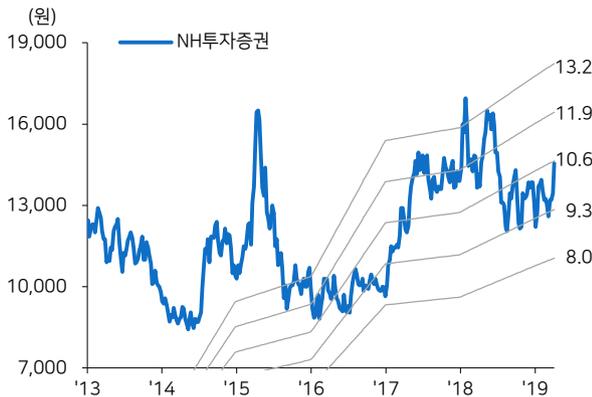
투자의견 Buy 및 적정주가 17,000원을 유지하고 업종 내 top pick으로 제시한다. 거래대금, 신용잔고 등 리테일 관련 지표들 개선되고 있으나 초대형 IB의 기업금융 관련 수익 기여도 높아지고 있다. 동사 역시 발행어음 잔고 및 마진 늘어나며 관련 손익 기여가 본격화될 전망이다. 외화 발행어음 부분 경쟁사 대비 공격적이 조건을 제시하고 있는데 이는 해외대체투자 수요가 많아지고 있기 때문이다. 시가배당률 19E 4.2%, 20E 4.6% 추정된다.

표12 1Q19E Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	339.9	372.4	-8.7	205.7	65.3		
영업이익	177.9	176.3	0.9	52.4	239.8	131.1	35.7
당기순이익	126.6	128.3	-1.3	11.7	985.4		
당기순이익(지배)	124.2	128.1	-3.0	10.4	1,095.4	93.3	33.1

자료: NH투자증권, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 NH투자증권 PER 밴드



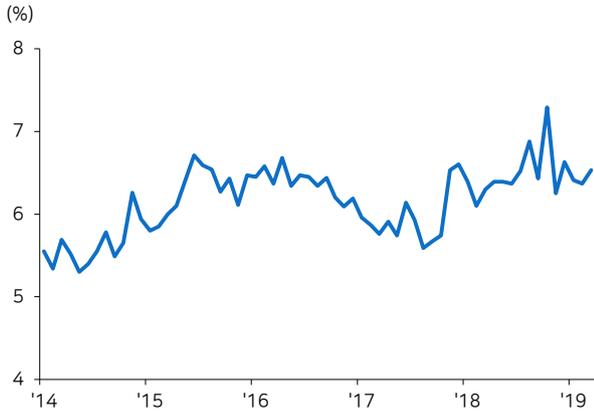
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 NH투자증권 PBR 밴드



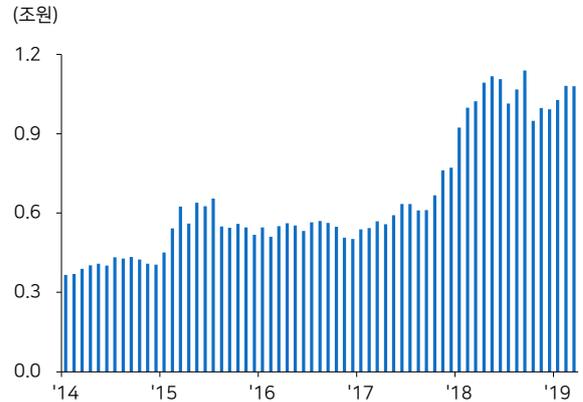
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 Brokerage 약정 MS



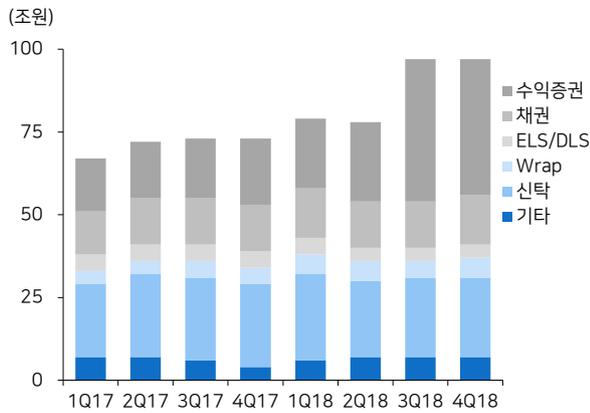
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림30 신용잔고



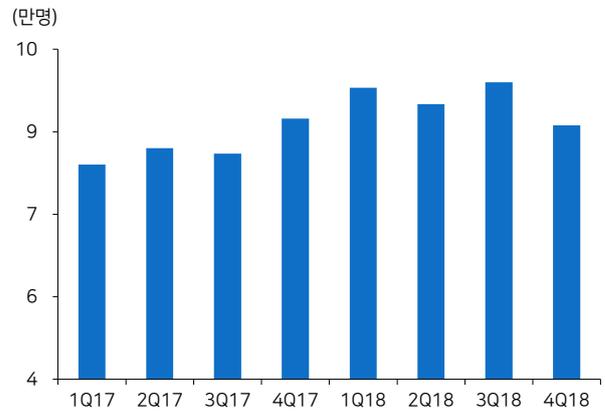
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림31 WM잔고



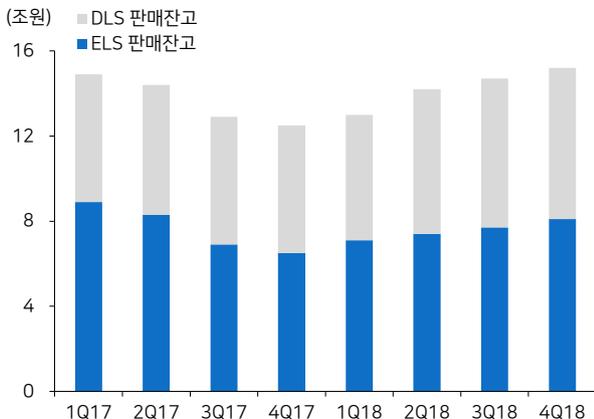
자료: NH투자증권, 메리츠증권리서치센터

그림32 1억원 이상 고객 수



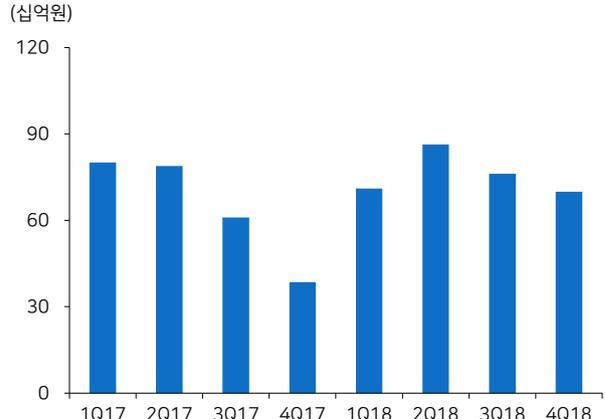
자료: NH투자증권, 메리츠증권리서치센터

그림33 파생결합상품 잔고



자료: NH투자증권, 메리츠증권리서치센터

그림34 IB관련 수익



자료: NH투자증권, 메리츠증권리서치센터

NH 투자증권 (005940)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	1,168.4	1,231.6	1,272.2	1,344.8	1,416.5
Brokerage 수익	334.6	395.0	293.3	293.1	307.0
IB 수익	110.3	111.1	129.2	130.9	138.3
금융상품판매수익	36.7	51.2	44.5	47.2	50.1
자산관리수수료	28.1	32.0	35.7	37.1	38.6
기타수수료 수익	169.5	189.6	183.6	183.3	184.1
수수료비용	110.8	139.6	118.0	117.9	123.5
상품운용손익	36.2	-21.5	34.2	58.4	60.4
이자손익	583.0	639.3	692.8	737.3	785.0
기타 손익	-19.3	-25.4	-23.1	-24.6	-23.4
판매관리비	709.2	691.5	642.3	651.8	659.6
영업이익	459.2	540.1	629.9	693.0	756.9
영업외 손익	-16.7	-35.4	-18.5	-20.7	-24.7
세전이익	442.5	504.8	611.3	672.3	732.2
법인세비용	92.9	143.3	163.8	180.2	196.2
당기순이익	349.6	361.5	447.5	492.1	536.0
지배주주	350.1	360.9	435.7	474.8	517.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산 총계	43,892.7	53,422.6	56,646.3	60,094.7	63,797.9
현금 및 예치금	6,135.9	7,228.1	7,286.3	7,245.2	7,072.9
유가증권	30,184.1	38,429.1	40,748.1	43,228.7	45,892.6
대출채권	4,842.5	5,403.8	5,729.9	6,078.8	6,453.3
유형자산	353.8	347.9	344.7	341.7	338.7
기타자산	2,376.5	2,013.5	2,537.2	3,200.4	4,040.4
부채 총계	39,056.5	48,368.8	51,295.6	54,433.6	57,798.7
예수부채	3,080.6	4,045.4	4,378.9	4,739.9	5,130.6
차입부채	14,993.8	15,607.4	16,241.1	16,900.6	17,586.8
발행사채	3,499.9	3,825.7	3,825.7	3,825.7	3,825.7
기타부채	17,482.2	24,890.2	26,849.9	28,967.4	31,255.6
자본총계	4,836.2	5,053.8	5,350.7	5,661.1	5,999.3
지배주주지분	4,830.6	5,047.6	5,344.5	5,655.0	5,993.1
자본금	1,531.3	1,531.3	1,531.3	1,531.3	1,531.3
자본잉여금	1,539.2	1,537.3	1,537.3	1,537.3	1,537.3
이익잉여금	1,613.6	1,832.5	2,129.4	2,439.8	2,777.9
기타자본	146.6	146.6	146.6	146.6	146.6

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성					
자산 총계	2.1	21.7	6.0	6.1	6.2
부채 총계	1.9	23.8	6.1	6.1	6.2
예수부채	29.9	31.3	8.2	8.2	8.2
차입부채	-1.8	4.1	4.1	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	4.1	4.5	5.9	5.8	6.0
순영업손익	25.0	5.4	3.3	5.7	5.3
Brokerage	1.8	18.1	-25.8	-0.1	4.7
순이자손익	-3.7	9.6	8.4	6.4	6.5
판관비	12.1	-2.5	-7.1	1.5	1.2
영업이익	52.1	17.6	16.6	10.0	9.2
당기순이익(지배)	48.3	3.1	20.7	9.0	9.0
수익성					
영업이익률	39.3	43.9	49.5	51.5	53.4
판관비율	60.7	56.1	50.5	48.5	46.6

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS (원)	1,170	1,206	1,456	1,586	1,730
BPS (원)	16,138	16,863	17,855	18,892	20,021
DPS (원)	500	500	604	658	717
밸류에이션					
PER (배)	11.9	10.8	9.9	9.0	8.3
PBR (배)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
수익성					
ROE (%)	7.4	7.3	8.4	8.6	8.9
ROA (%)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
배당지표					
배당성향 (%)	40.1	38.9	38.9	38.9	38.9
배당수익률 (%)	3.6	3.8	4.2	4.6	5.0
안정성					
순자본비율	1,811.2	1,365.2	1,277.7	1,170.9	1,050.7
레버리지비율	810.7	944.2	945.6	948.2	949.9

삼성증권 (016360)

Buy, TP 46,000원

1Q19E 순이익 979억원(+178.0% QoQ, -26.1% YoY)으로 추정한다. 작년 하반기부터 늘어난 IB관련 실적 안정적으로 시현되고 시장 반등에 힘입어 Trading 손익이 정상화되는 점이 실적 개선의 주요 원인이다. 1월 27일부터 영업 정지 해제되어 신규 계좌 유치 활발하고 해외주식 Brokerage 잔고는 지난해 말 2.5조원에서 2.8조원으로 증가했다. 부동산PF 및 인수금융 물건을 사모펀드를 통해 고액 자산가에게 sell down 하고 있어 IB와 WM과의 시너지 긍정적이다. 18년 배당사고에도 비대면 주식계좌가 18만좌 개설되었다. 이 중 1억원 이상 잔고의 우량고객도 상당히 있으며 신용 및 해외주식 promotion 지속할 계획이다.

투자 의견을 Buy로 상향하고 적정주가를 46,000원으로 17.9% 상향 조정한다. 향후 3년간 배당성향을 50%까지 단계적으로 확대할 계획에 있어 안정적인 시가배당수익률이 추정된다. 자체 해지 비중이 높아 ELS관련 민감도가 높지만 전년 말 대비 글로벌 주식시장 안정화 되며 리스크 감소했다고 판단된다. 19E EPS 및 BPS 추정치 11.7%, -0.2% 조정했다. 과다 자본 가져갈 이유 없어 배당성향 상향은 긍정적이다. 19년말 42%로 배당 성향 가정하는 경우 시가배당수익률 19E 4.5%가 추정된다.

표13 1Q19E Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	295.9	362.6	-18.4	209.4	41.3		
영업이익	135.3	180.1	-24.8	53.8	151.6	114.5	18.2
당기순이익	99.9	132.6	-24.7	37.2	168.3		
당기순이익(지배)	97.9	132.6	-26.1	35.2	178.0	83.2	17.7

자료: 삼성증권, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표14 Valuation table

적정주가	46,000원
이론주가	46,630원
2019 BPS	54,590원
적정 PBR	0.85배
PBR Premium	10%
이론 PBR	0.78배
19년 ROE	7.4%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	9.2%
Beta	1.01
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	7.2%

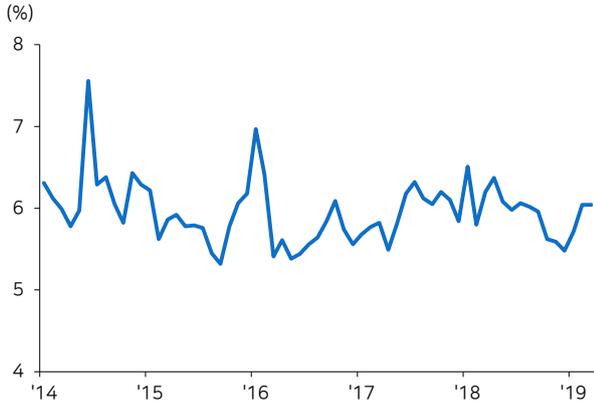
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표15 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	314.6	343.1	351.3	358.8	11.7	4.6
EPS (원)	3,523	3,843	3,934	4,018	11.7	4.6
BPS(원)	54,712	58,604	54,590	56,877	-0.2	-2.9
ROE (%)	6.7	6.8	7.4	7.2	0.7	0.4

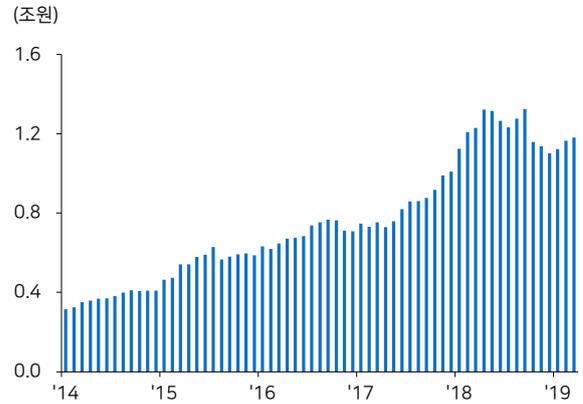
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 Brokerage 약정 MS



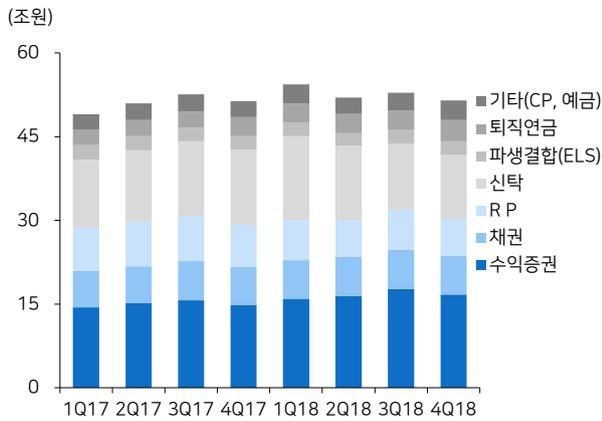
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림36 신용잔고



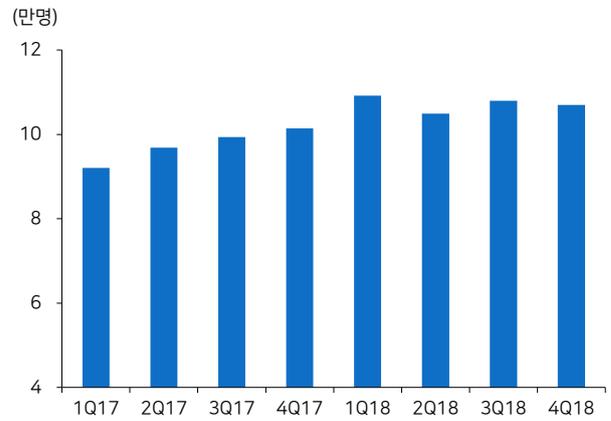
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림37 WM 잔고



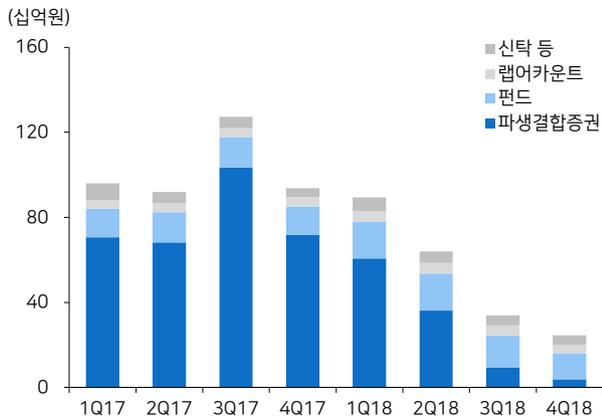
자료: 삼성증권, 메리츠증권리서치센터

그림38 1억원 이상 고객 수



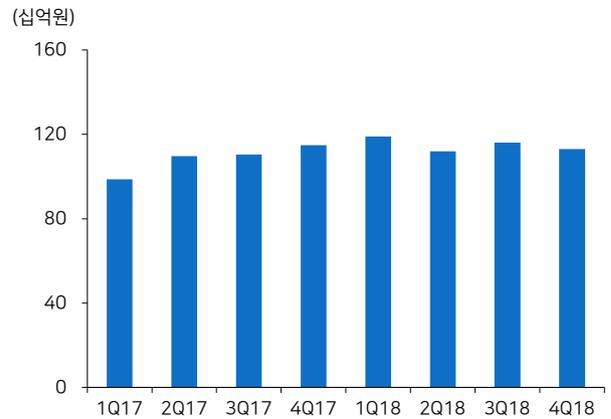
자료: 삼성증권, 메리츠증권리서치센터

그림39 금융상품 판매수익



자료: 삼성증권, 메리츠증권리서치센터

그림40 개인고객자산 잔고



자료: 삼성증권, 메리츠증권리서치센터

삼성증권 (016360)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	966.7	1,134.2	1,143.2	1,169.2	1,221.4
Brokerage 수익	368.2	409.4	309.0	308.8	323.4
IB 수익	70.1	65.2	88.9	95.8	102.3
금융상품판매수익	55.1	62.2	54.0	57.3	60.8
자산관리수수료	41.4	42.1	37.0	38.5	40.0
기타수수료 수익	61.8	103.2	141.5	173.9	206.1
수수료비용	87.8	115.4	137.2	137.1	143.6
상품운용손익	27.6	106.2	131.4	73.6	63.0
이자손익	436.7	469.7	524.9	565.3	575.8
기타 손익	-6.4	-8.5	-6.3	-6.9	-6.5
판매관리비	606.7	676.1	656.3	669.3	678.9
영업이익	360.0	458.1	486.9	500.0	542.5
영업외 손익	-4.3	3.3	5.3	4.6	3.7
세전이익	355.7	461.4	492.2	504.5	546.3
법인세비용	84.9	127.3	131.9	135.2	146.4
당기순이익	270.8	334.1	360.3	369.3	399.9
지배주주	271.4	329.1	351.3	358.8	388.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산 총계	37,947.9	38,330.6	40,621.9	43,050.0	45,635.7
현금 및 예치금	6,504.5	5,253.7	3,975.4	3,714.3	3,311.3
유가증권	23,862.5	25,707.0	28,185.2	29,869.9	31,664.0
대출채권	5,198.5	5,206.5	5,768.0	6,112.8	6,480.0
유형자산	49.1	44.5	44.5	44.5	44.5
기타자산	2,333.4	2,118.9	2,648.8	3,308.5	4,136.0
부채 총계	33,536.4	33,668.5	35,747.1	37,970.9	40,350.9
예수부채	5,627.6	5,836.0	6,317.1	6,837.8	7,401.4
차입부채	14,503.6	13,476.4	14,023.6	14,593.0	15,185.5
발행사채	749.2	669.0	669.0	669.0	669.0
기타부채	12,656.1	13,687.2	14,737.5	15,871.2	17,095.0
자본총계	4,411.5	4,662.1	4,874.9	5,079.2	5,284.8
지배주주지분	4,412.1	4,662.1	4,874.9	5,079.2	5,284.8
자본금	458.5	458.5	458.5	458.5	458.5
자본잉여금	1,743.5	1,743.5	1,743.5	1,743.5	1,743.5
이익잉여금	2,111.2	2,357.8	2,570.5	2,774.8	2,980.5
기타자본	98.4	102.4	102.4	102.4	102.4

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성					
자산 총계	14.2	1.0	6.0	6.0	6.0
부채 총계	14.1	0.4	6.2	6.2	6.3
예수부채	23.5	3.7	8.2	8.2	8.2
차입부채	12.0	-7.1	4.1	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	15.3	5.7	4.6	4.2	4.0
순영업수익	21.7	17.3	0.8	2.3	4.5
Brokerage	9.5	11.2	-24.5	-0.1	4.7
순이자손익	8.0	7.6	11.7	7.7	1.9
판매비	4.1	11.4	-2.9	2.0	1.4
영업이익	70.1	27.2	6.3	2.7	8.5
당기순이익(지배)	55.8	21.2	6.7	2.1	8.3
수익성					
영업이익률	37.2	40.4	42.6	42.8	44.4
판매비율	62.8	59.6	57.4	57.2	55.6

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS (원)	3,040	3,685	3,934	4,018	4,351
BPS (원)	49,408	52,207	54,590	56,877	59,180
DPS (원)	1,000	1,400	1,652	1,848	2,175
밸류에이션					
PER (배)	12.0	8.5	9.3	9.1	8.4
PBR (배)	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
수익성					
ROE (%)	6.6	7.3	7.4	7.2	7.5
ROA (%)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
배당지표					
배당성향 (%)	32.9	38.0	42.0	46.0	50.0
배당수익률 (%)	2.7	4.4	4.5	5.1	6.0
안정성					
순자본비율	1,718.6	1,844.9	1,741.7	1,797.6	1,850.6
레버리지비율	732.6	700.2	709.6	721.8	735.4

미래에셋대우 (006800)

Trading Buy, TP 9,300원

1Q19E 지배주주 순이익 1,215억원(+349.5% QoQ, -39.0% YoY)으로 추정한다. 290명 희망퇴직 및 임금피크제 도입으로 약 600억원의 일회성 비용이 인식될 예정이다. 그럼에도 불구하고 700만주 가량 매수를 이어가고 있는 미래에셋생명의 엄가매수차익이 영업외손익에 인식되며 당기순이익은 컨센 대비 소폭 하회할 것으로 추정한다. 희망퇴직과 더불어 WM 관련 점포 대형화 진행하고 있으며 136개였던 지점이 1분기 말까지 110개까지 감소했다. 19년 말까지 100개 이하로 점포 수 줄일 예정이다. 희망퇴직과 관련해 분기별 약 100억원의 비용 절감 효과가 있을 전망이다.

투자 의견 Trading Buy를 유지하고 적정주가를 9,300원으로 12.0% 상향한다. 해외주식 잔고 업계 1위로 리테일 비즈니스 변화는 업계를 선도하고 있다. 해외주식 Brokerage는 높은 수수료를 뿐 아니라 환전 스프레드까지 확보 가능하다. 국내외 투자 자산 규모 6조원으로 관련 불확실성 있으나 해외 법인 성과 가시화 되고 있는 점 긍정적이다.

표16 1Q19E Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업이익	430.7	491.2	-12.3	259.4	66.0		
영업이익	109.8	214.6	-48.8	-14.8	-840.4	163.8	-32.9
당기순이익	123.4	200.7	-38.5	26.9	358.4	134.0	-7.9
당기순이익(지배)	121.5	199.3	-39.0	27.0	349.5	124.3	-2.2

자료: 미래에셋대우, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

표17 Valuation table

적정주가	9,300원
이론주가	9,268원
2019 BPS	12,571원
적정 PBR	0.74배
PBR Premium	20%
이론 PBR	0.61배
19년 ROE	6.3%
Growth Rate	1.0%
Cost of Equity	9.6%
Beta	1.07
Risk Free Rate	1.9%
Risk Premium	7.2%

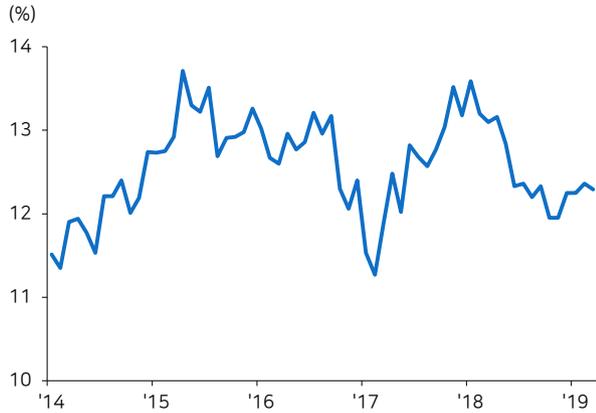
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표18 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
순이익	500.6	530.3	534.7	560.8	6.8	5.7
EPS (원)	726	768	775	813	6.8	5.9
BPS(원)	12,384	12,977	12,571	13,115	1.5	1.1
ROE (%)	6.0	6.1	6.3	6.3	0.3	0.2

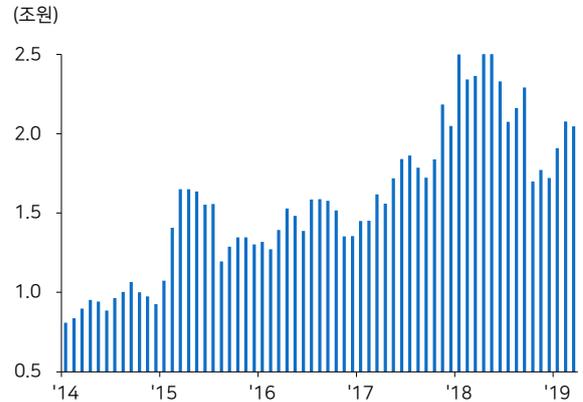
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림41 Brokerage 약정 MS



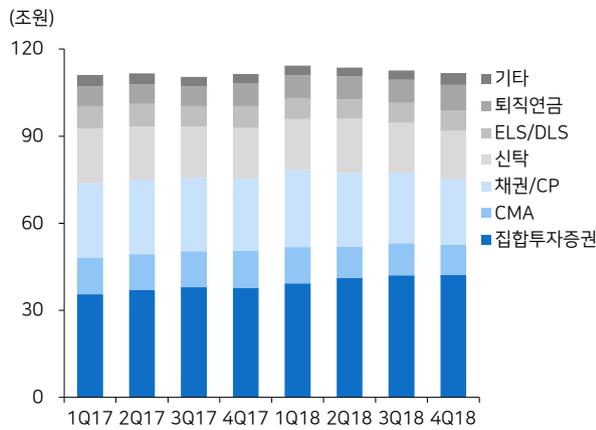
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림42 신용잔고



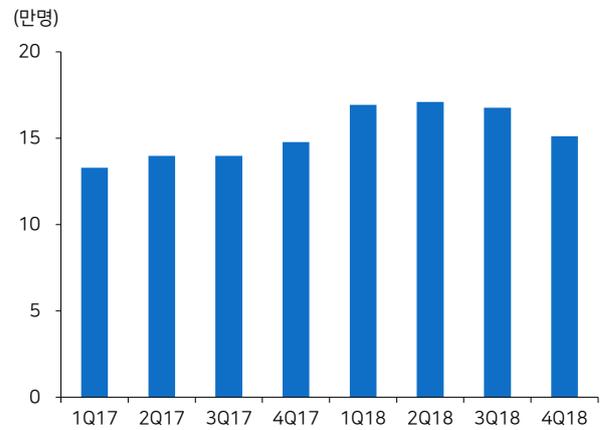
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림43 WM잔고



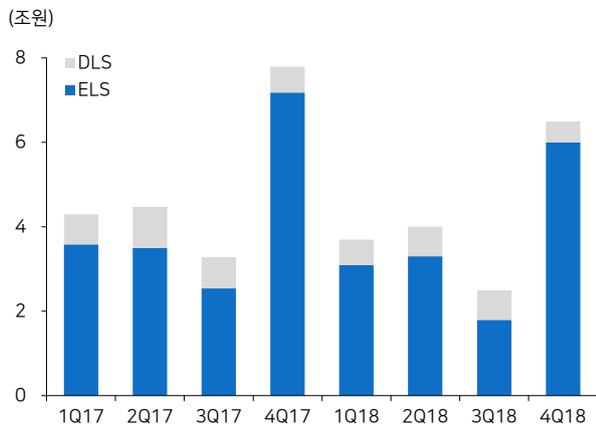
자료: 미래에셋대우, 메리츠증권리서치센터

그림44 1억원 이상 고객 수



자료: 미래에셋대우, 메리츠증권리서치센터

그림45 파생결합상품 발행실적



자료: 미래에셋대우, 메리츠증권리서치센터

그림46 IB 수익



자료: 미래에셋대우, 메리츠증권리서치센터

미래에셋대우 (006800)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	1,711.9	1,627.5	1,769.6	1,794.8	1,789.8
Brokerage 수익	432.3	504.4	438.0	437.7	458.5
IB 수익	90.4	120.9	130.0	131.7	131.9
금융상품판매수익	89.1	86.2	85.5	90.7	96.2
자산관리수수료	67.5	87.4	79.3	82.5	85.9
기타수수료 수익	216.0	268.0	273.7	272.5	272.5
수수료비용	161.0	204.0	152.8	152.7	159.9
상품운용손익	272.3	7.8	102.9	132.0	142.9
이자손익	571.3	648.1	727.1	713.0	674.2
기타 손익	134.1	108.6	85.9	87.4	87.5
판매관리비	1,084.2	1,115.9	1,118.5	1,065.0	1,065.3
영업이익	627.8	511.6	651.1	729.8	724.5
영업외 손익	37.0	72.7	86.1	42.7	54.3
세전이익	664.7	584.3	737.1	772.5	778.7
법인세비용	159.8	123.0	197.5	207.0	208.7
당기순이익	504.9	461.2	539.6	565.5	570.0
지배주주	503.2	455.8	534.7	560.8	565.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산 총계	90,626.1	117,794.4	123,407.1	129,330.1	135,568.1
현금 및 예치금	4,954.7	7,965.7	18,350.1	19,367.7	20,444.4
유가증권	39,104.8	43,200.3	44,855.7	47,008.6	49,276.0
대출채권	35,745.0	54,694.9	48,093.3	50,401.6	52,832.7
유형자산	1,339.2	1,318.3	1,318.3	1,318.3	1,318.3
기타자산	9,482.5	10,615.1	10,789.6	11,233.9	11,696.7
부채 총계	83,243.7	109,442.8	114,697.1	120,244.7	126,104.2
예수부채	5,118.9	5,465.3	5,915.8	6,403.4	6,931.3
차입부채	49,390.2	72,376.3	75,315.0	78,373.1	81,555.4
발행사채	3,085.5	3,945.1	3,945.1	3,945.1	3,945.1
기타부채	25,649.1	27,656.2	29,521.2	31,523.1	33,672.4
자본총계	7,382.4	8,351.6	8,710.0	9,085.4	9,463.9
지배주주지분	7,354.6	8,312.8	8,671.2	9,046.6	9,425.1
자본금	3,402.0	4,102.0	4,102.0	4,102.0	4,102.0
자본잉여금	2,164.6	2,153.9	2,153.9	2,153.9	2,153.9
이익잉여금	1,875.0	2,249.3	2,607.7	2,983.2	3,361.7
기타자본	-87.0	-192.5	-192.5	-192.5	-192.5

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성					
자산 총계	58.2	30.0	4.8	4.8	4.8
부채 총계	64.5	31.5	4.8	4.8	4.9
예수부채	24.1	6.8	8.2	8.2	8.2
차입부채	160.7	46.5	4.1	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	10.9	13.0	4.3	4.3	4.2
순영업손익	N/A	-4.9	8.7	1.4	-0.3
Brokerage	N/A	16.7	-13.2	-0.1	4.7
순이자손익	N/A	13.4	12.2	-1.9	-5.4
판매비	N/A	2.9	0.2	-4.8	0.0
영업이익	N/A	-18.5	27.3	12.1	-0.7
당기순이익(지배)	N/A	-9.4	17.3	4.9	0.8
수익성					
영업이익률	36.7	31.4	36.8	40.7	40.5
판매비율	63.3	68.6	63.2	59.3	59.5

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS (원)	889	661	775	813	820
BPS (원)	12,999	12,051	12,571	13,115	13,664
DPS (원)	220	220	262	275	277
밸류에이션					
PER (배)	10.3	9.9	10.0	9.6	9.5
PBR (배)	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
수익성					
ROE (%)	7.2	5.8	6.3	6.3	6.1
ROA (%)	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
배당지표					
배당성장률 (%)	24.3	26.5	26.5	26.5	26.5
배당수익률 (%)	2.4	3.4	3.4	3.5	3.6
안정성					
순자본비율	2,386.6	1,639.6	1,198.8	1,235.8	1,266.8
레버리지비율	674.3	774.8	778.3	781.9	786.9

키움증권 (039490)

Trading Buy, TP 98,000원

1Q19E 지배주주 순이익 862억원(흑전 QoQ, -1.8% YoY)으로 추정한다. 시장 일평균 거래대금 9.4조원으로 전분기 대비 6.9% 증가하고 동사의 MS는 1.4%p 상승했다. 개인 거래 비중이 62.8%로 전분기 대비 4.0% 상승한 영향이다. 25% 수준의 개인 MS 경쟁력 유지되고 있다고 판단된다. 특히 신용잔고 부문 업계 대비 성장률이 커 관련 이자 수익 증대가 기대된다. PI 손익 민감도가 커진 동사의 체질 변화로 주식 시장 회복에 따른 Trading 손익 개선이 실적 개선에 주요한 영향을 미칠 전망이다.

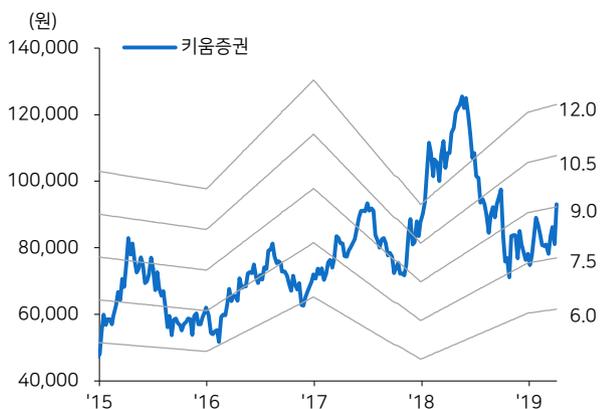
투자의견 Trading Buy 및 적정주가 98,000원을 유지한다. 주식 시장이 회복하면서 개인 거래대금, 신용잔고 증가 등 리테일 관련 지표가 개선되는 점은 동사에 매우 긍정적이다. 다만 리테일 시장의 확대에는 한계가 있고 동사 또한 Trading 및 IB 손익 증가 하고 있어 종합증권사로 성장하는 과도기라고 판단한다. 최근 하나은행, SK텔레콤 등과 컨소시엄 형성해 인터넷은행 예비인가를 신청했다. 동사의 가장 큰 장점인 비대면, 디지털 부문의 성장 가능성 긍정적이다. 다만, 카카오, 토스와 같은 ICT 회사들이 증권업 진출에 대한 논의를 이어가고 있어 중장기적 위험요소일 수 있다.

표19 1Q19E Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	198.2	186.8	6.1	107.1	85.1		
영업이익	118.0	114.2	3.4	9.4	1,150.8	94.9	24.4
당기순이익	87.0	87.4	-0.6	-22.0	흑전		
당기순이익(지배)	86.2	87.7	-1.8	-21.8	흑전	73.7	16.9

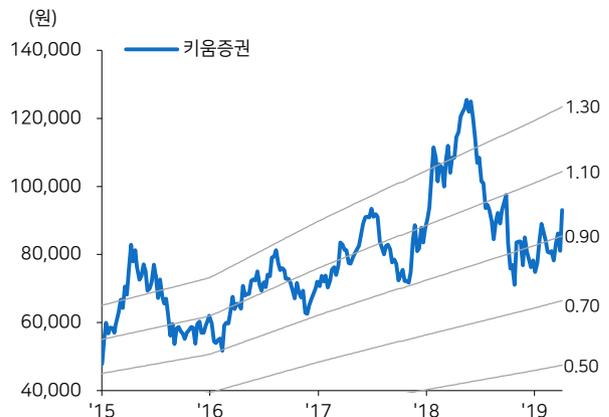
자료: 키움증권, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림47 키움증권 PER 밴드



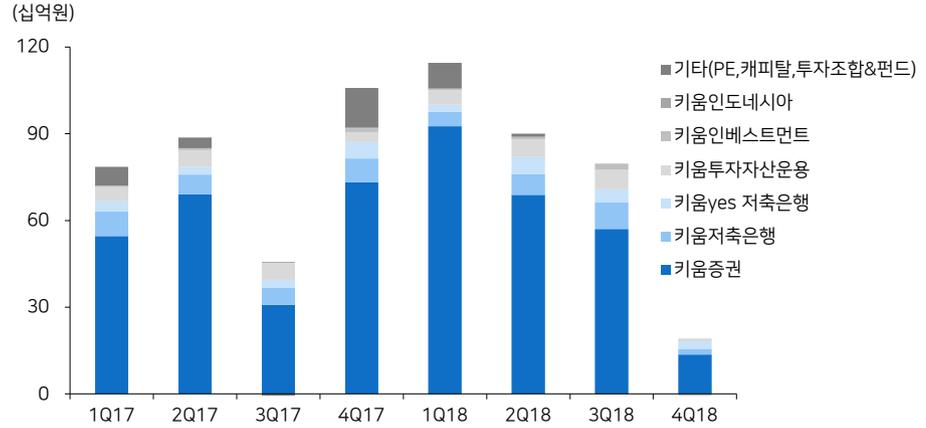
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림48 키움증권 PBR 밴드



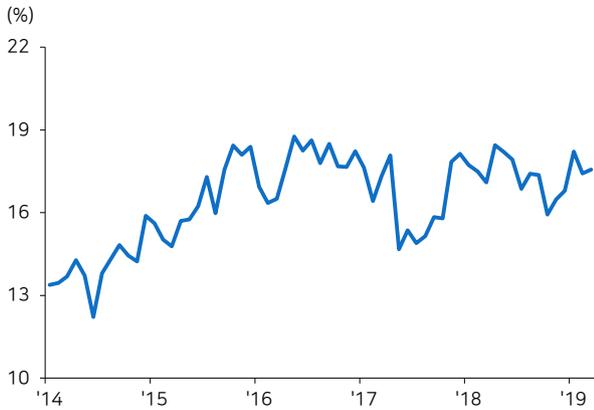
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림49 연결대상 종속회사 영업이익



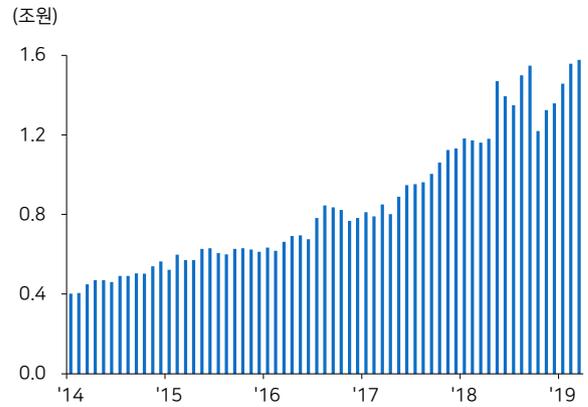
자료: 키움증권, 메리츠종금증권 리서치센터

그림50 Brokerage 약정 MS



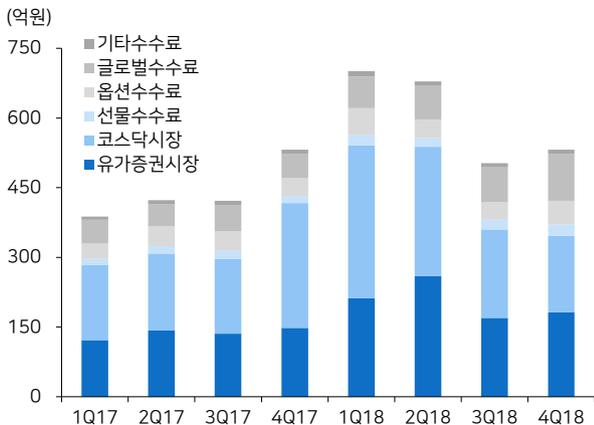
자료: Check, 메리츠종금증권 리서치센터

그림51 신용잔고



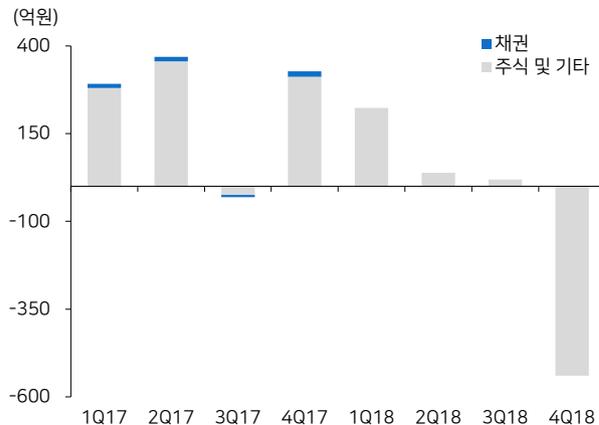
자료: Check, 메리츠종금증권 리서치센터

그림52 위탁매매 수수료 손익



자료: 키움증권, 메리츠종금증권 리서치센터

그림53 PI 손익



자료: 키움증권, 메리츠종금증권 리서치센터

키움증권 (039490)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	589.2	618.1	713.0	714.5	736.1
Brokerage 수익	178.1	243.4	234.0	233.8	244.9
IB 수익	23.7	48.2	57.5	59.1	59.1
금융상품판매수익	2.9	3.2	3.4	3.6	3.8
자산관리수수료	11.5	14.3	16.1	16.4	16.8
기타수수료 수익	92.7	116.7	116.9	114.1	114.6
수수료비용	73.6	102.9	112.0	112.0	117.3
상품운용손익	145.7	7.3	105.0	81.0	85.6
이자손익	183.2	242.5	257.2	276.3	287.1
기타 손익	24.9	45.5	34.9	42.1	41.6
판매관리비	273.3	329.1	328.4	338.8	345.5
영업이익	315.8	289.0	384.6	375.7	390.6
영업외 손익	7.2	-8.0	2.5	1.0	-1.2
세전이익	323.1	281.0	387.1	376.7	389.4
법인세비용	81.4	87.8	103.7	101.0	104.4
당기순이익	241.6	193.2	283.3	275.7	285.1
지배주주	240.2	193.2	281.3	273.8	283.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산 총계	11,590.6	18,238.5	19,269.3	20,503.0	21,819.5
현금 및 예치금	3,286.4	5,265.3	5,082.4	4,585.3	3,457.8
유가증권	4,173.4	7,372.5	7,789.1	8,287.9	8,820.0
대출채권	3,032.9	4,324.7	4,569.1	4,861.6	5,173.8
유형자산	158.9	197.1	197.1	197.1	197.1
기타자산	938.9	1,078.9	1,631.5	2,571.2	4,170.8
부채 총계	10,043.4	16,173.6	16,945.0	17,950.3	19,030.1
예수부채	5,035.5	5,303.3	5,740.5	6,213.7	6,725.9
차입부채	2,644.0	3,990.9	4,153.0	4,321.6	4,497.1
발행사채	551.2	2,203.9	2,203.9	2,203.9	2,203.9
기타부채	1,812.7	4,675.5	4,847.7	5,211.2	5,603.3
자본총계	1,547.2	2,064.9	2,324.3	2,552.7	2,789.4
지배주주지분	1,524.6	2,040.7	2,300.0	2,528.5	2,765.1
자본금	110.5	127.0	127.0	127.0	127.0
자본잉여금	191.1	529.8	529.8	529.8	529.8
이익잉여금	1,200.9	1,342.5	1,577.6	1,806.0	2,042.7
기타자본	44.6	65.6	65.6	65.6	65.6

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성					
자산 총계	30.9	57.4	5.7	6.4	6.4
부채 총계	32.0	61.0	4.8	5.9	6.0
예수부채	20.1	5.3	8.2	8.2	8.2
차입부채	49.1	50.9	4.1	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	22.6	33.8	12.7	9.9	9.4
순영업손익	24.4	4.9	15.4	0.2	3.0
Brokerage	2.7	36.6	-3.9	-0.1	4.7
순이자손익	32.8	32.3	6.1	7.4	3.9
판관비	12.5	20.4	-0.2	3.2	2.0
영업이익	36.9	-8.5	33.1	-2.3	4.0
당기순이익(지배)	33.5	-19.6	45.6	-2.7	3.4
수익성					
영업이익률	53.6	46.8	53.9	52.6	53.1
판관비율	46.4	53.2	46.1	47.4	46.9

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS (원)	10,870	7,609	11,079	10,782	11,146
BPS (원)	68,988	80,363	90,578	99,574	108,893
DPS (원)	1,300	1,046	1,522	1,482	1,532
밸류에이션					
PER (배)	8.1	10.3	8.2	8.4	8.2
PBR (배)	1.3	1.0	1.0	0.9	0.8
수익성					
ROE (%)	17.2	10.7	12.8	11.3	10.7
ROA (%)	2.3	1.3	1.5	1.4	1.3
배당지표					
배당성향 (%)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
배당수익률 (%)	1.5	1.3	1.7	1.6	1.7
안정성					
순자본비율	481.4	455.4	562.6	644.2	727.1
레버리지비율	749.1	883.3	829.0	803.2	782.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 4월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 4월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 4월 10일 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 4등급	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
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

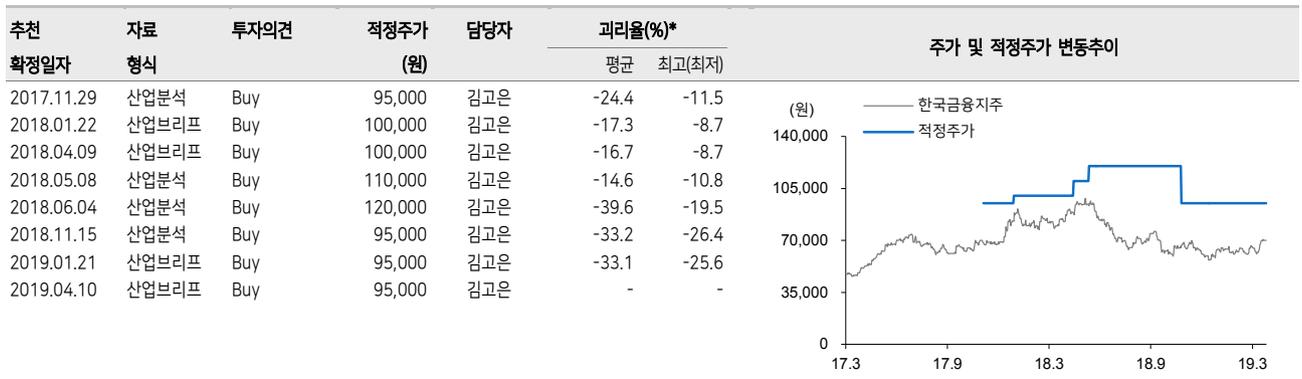
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

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

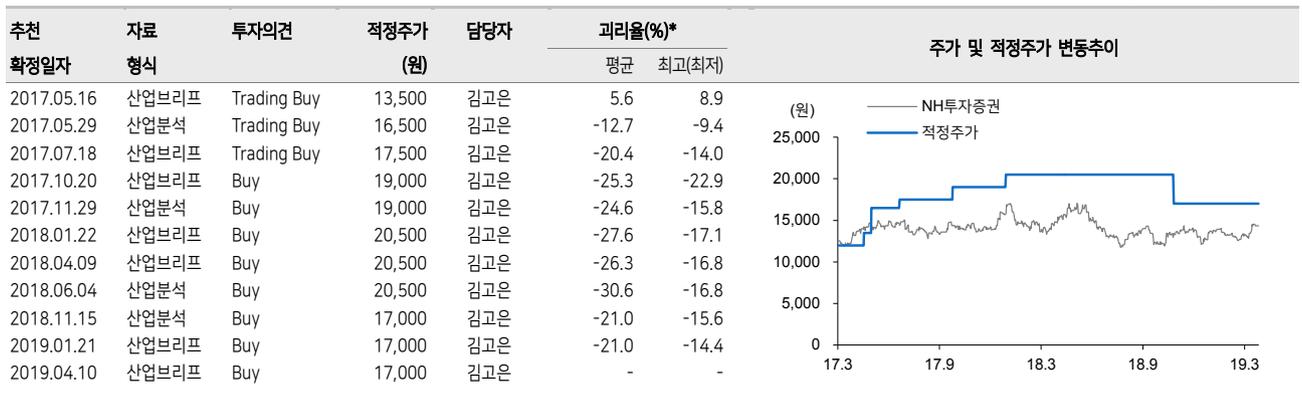
한국금융지주 (071050) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년



NH 투자증권 (005940) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년



삼성증권 (016360) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.16	산업브리프	Trading Buy	43,000	김고은	-9.8	-6.5	
2017.05.29	산업분석	Buy	48,000	김고은	-16.3	-14.0	
2017.07.18	산업브리프	Buy	51,000	김고은	-27.1	-17.8	
2017.10.20	산업브리프	Buy	51,000	김고은	-27.4	-17.8	
2017.11.29	산업분석	Buy	51,000	김고은	-27.3	-17.8	
2018.01.22	산업브리프	Buy	52,000	김고은	-21.8	-15.6	
2018.04.09	산업브리프	Buy	52,000	김고은	-25.0	-15.6	
2018.06.04	산업분석	Buy	52,000	김고은	-32.5	-15.6	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	34,000	김고은	-8.2	-1.3	
2019.01.21	산업브리프	Trading Buy	39,000	김고은	-12.6	-6.7	
2019.04.10	산업브리프	Buy	46,000	김고은	-	-	

미래에셋대우 (006800) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.16	산업브리프	Buy	11,000	김고은	-12.1	-10.4	
2017.05.29	산업분석	Buy	12,500	김고은	-16.9	-8.8	
2017.07.18	산업브리프	Buy	14,000	김고은	-25.6	-17.9	
2017.10.20	산업브리프	Buy	14,000	김고은	-25.7	-17.9	
2017.11.29	산업분석	Buy	14,000	김고은	-25.6	-17.9	
2017.12.18	기업브리프	Buy	12,000	김고은	-21.3	-16.2	
2018.01.22	산업브리프	Buy	12,500	김고은	-20.6	-6.7	
2018.04.09	산업브리프	Buy	12,500	김고은	-21.2	-6.7	
2018.06.04	산업분석	Buy	12,500	김고은	-28.7	-6.7	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	8,300	김고은	-17.6	-12.3	
2019.01.21	산업브리프	Trading Buy	8,300	김고은	-13.1	-4.8	
2019.04.10	산업브리프	Trading Buy	9,300	김고은	-	-	

키움증권 (039490) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.16	산업브리프	Buy	97,000	김고은	-14.4	-11.2	
2017.05.29	산업분석	Buy	110,000	김고은	-18.0	-15.1	
2017.07.18	산업브리프	Buy	110,000	김고은	-23.6	-15.1	
2017.10.20	산업브리프	Buy	97,000	김고은	-19.7	-7.4	
2017.11.29	산업분석	Buy	110,000	김고은	-20.1	-4.1	
2018.01.22	산업브리프	Buy	120,000	김고은	-10.6	-6.7	
2018.02.21	기업브리프	Buy	120,000	김고은	-11.2	-5.0	
2018.04.09	산업브리프	Buy	130,000	김고은	-8.2	-0.4	
2018.06.04	산업분석	Buy	130,000	김고은	-23.7	-0.4	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	98,000	김고은	-18.7	-7.6	
2019.01.21	산업브리프	Trading Buy	98,000	김고은	-17.3	-7.6	
2019.02.13	산업분석	Trading Buy	98,000	김고은	-16.2	-4.1	
2019.04.10	산업브리프	Trading Buy	98,000	김고은	-	-	