

# 메리츠종금증권 (008560)

증권



정태준 CFA

02 3770 5585  
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>6,000원 (D)</b>
현재주가 (11/4)	<b>4,610원</b>
상승여력	<b>30%</b>

시가총액	28,458억원
총발행주식수	703,684,545주
60일 평균 거래대금	55억원
60일 평균 거래량	1,149,075주
52주 고	5,630원
52주 저	4,025원
외인지분율	19.03%
주요주주	메리츠금융지주 외 3인 44.80%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.1)	(3.3)	9.9
상대	(10.0)	(9.3)	8.1
절대(달러환산)	(2.6)	(0.6)	5.7

## 수익성 둔화 반영된 실적, 건전성 우려는 과도

### 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 6,000원으로 하향

3분기 별도 이익(866억원)은 당사 추정치 1,099억원을 하회. 이는 트레이딩 및 상품손익이 예상보다 더 부진했기 때문. 동사의 경쟁력인 이자손익은 추정치를 소폭 상회하는 건조한 수준이지만 수수료수익이 예상보다 더 둔화된 점도 추정치 하회에 일조. 순영업수익 감소에도 판관비는 경상적인 수준(900억원대)으로 나오면서 경비율은 크게 상승.

3분기 연결 이익(1,044억원)은 본업 부진으로 당사 추정치 1,321억원 하회. 연결 자회사 메리츠캐피탈(235억원)은 경상적인 이익 체력 유지.

동사에 대한 투자 의견 BUY와 최선호주 입장은 유지하나 목표주가는 6,000원으로 하향. 트레이딩 및 상품손익 둔화는 일시적일 수 있으나 자본비율 관리로 인해 이자부자금이 감소했기 때문. 금융수지 포트폴리오의 mix 변동(리테일 비중 축소, IB 비중 확대)은 긍정적이지만 잔고의 감소는 성장 둔화를 의미하기 때문에 미래 이익 추정치를 하향함에 따라 목표주기도 하향 조정.

### 자산건전성 우려는 과도

한편 3분기 고정이하여신비율(2.8%)은 +2.0%pt YoY, +2.3%pt QoQ 증가했는데, 이로 인해 대손충당금(+35.3% YoY, +21.4% QoQ)도 급등. 주요 변경사항으로는 1) 요주의 분류 3건(국내 2건, 해외 1건)과 2) 고정이하 분류 3건(국내 1건, 해외 2건)을 들 수 있음.

그러나 당사는 이번 요주의 이하 여신 증가가 동사의 자산건전성 약화의 단초라고 보기는 어렵다고 판단. 1) 요주의 또는 고정이하로 분류된 여신들 전부 담보대출이기 때문에 경매나 매각을 통해 충분히 회수할 수 있을뿐더러 2) 6건이 서로 연계가 되어있다고보다는 건별로 개별적인 이슈가 생긴 것이기 때문에 시스템 리스크를 반영하는 것도 아니라고 판단하기 때문.

또한 동사의 선순위채권 위주의 보수적인 투자 전략은 여전히 유효. 과거 수차례 나타났듯이 하위 tranche가 피해를 입는 상황에서도 동사의 포지션은 양호하게 상환되었기 때문에 크게 우려할 내용은 아니라는 판단.

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
순영업수익	229	-14.3	-26.2	271	-15.4
영업이익	121	-14.4	-27.6	174	-30.6
세전이익	142	-4.0	-30.5	182	-21.8
연결순이익	104	-2.7	-28.4	125	-16.6
지배주주순이익	104	-2.7	-28.4	121	-13.7

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원)

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019E	2020E
순영업수익		848	1,034	1,077	1,113
영업이익		444	532	603	691
지배순이익		351	431	513	548
PER (배)		7.3	6.5	5.9	5.9
PBR (배)		0.97	0.90	0.88	0.79
ROE (%)		13.5	12.7	14.1	13.7
ROA (%)		1.72	1.58	1.46	1.36

자료: 유안타증권

2019E BPS	5,234
2020E ROE	13.7
COE	12.1
Risk-free rate	1.4
Risk premium	13.5
Beta	0.8
Growth rate	0.0
목표주가	6,000

자료: 유안타증권 리서치센터

3분기 별도 실적 리뷰 (단위: 십억원)

	기존 추정치	실적 잠정치	비고
순영업수익	232	195	
수수료이익	91	86	위탁매매 수수료와 IB 및 기타 수수료 전분기 대비 약 17% 감소
이자손익	122	128	이자손익은 견조
트레이딩 및 상품손익	-6	-32	9월 금리 상승 때 채권평가손실 발생
기타손익	25	13	대손충당금 증가
판매비와관리비	81	95	경비율 상승(+2.2%pt YoY, +16.5%pt QoQ)
영업이익	151	100	
세전이익	152	120	
당기순이익	110	87	

자료: 유안타증권 리서치센터

3분기 연결 실적 리뷰 (단위: 십억원)

	기존 추정치	실적 잠정치	비고
순영업수익	271	229	캐피탈 순영업수익은 전반적으로 양호
판매비와관리비	97	109	캐피탈 경비율은 양호
영업이익	174	121	
세전이익	182	142	
연결당기순이익	132	104	
지배주주순이익	132	104	

자료: 유안타증권 리서치센터

분기별 연결 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
순영업수익	276	311	229	261	1,034	1,077	1,113
영업이익	166	167	121	149	532	603	691
세전이익	195	205	142	167	589	710	755
연결당기순이익	141	146	104	121	434	513	548
지배주주순이익	141	146	104.4	121	431	513	548

자료: 유안타증권 리서치센터

메리츠증권증권 (008560) 추정재무제표 (K-IFRS)

별도 포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	763	908	1,087	989	1,055
순수수료이익	377	411	382	369	387
수수료수익	405	450	419	405	425
위탁매매	75	89	58	49	42
자산관리	11	13	12	14	13
IB 및 기타	320	348	349	341	370
수수료비용	29	39	37	36	38
이자손익	257	413	513	559	602
트레이딩 및 상품손익	73	-30	-57	-62	-58
기타손익	56	114	249	123	123
판매비와 관리비	372	437	417	366	390
영업이익	391	471	670	623	664
영업외수익	7	22	63	21	21
영업외비용	3	16	4	4	4
세전이익	396	477	729	640	681
법인세비용	95	128	170	176	187
당기순이익	300	349	558	464	494

별도 재무상태표 (단위: 원, 배, 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	17,984	23,685	31,648	34,069	37,538
현금 및 예치금	1,212	1,340	1,309	1,409	1,553
유가증권	11,743	14,444	19,300	20,776	22,891
대출채권	3,844	6,803	7,405	7,871	8,456
유형자산	95	92	40	43	48
무형자산	32	32	34	36	40
투자부동산	16	12	10	11	12
기타자산	1,042	962	3,550	3,922	4,539
부채	14,673	20,294	27,898	29,996	33,121
예수부채	684	585	644	689	763
차입부채	13,131	18,721	23,179	24,925	27,520
기타충당부채	2	21	24	26	29
이연법인세부채	0	0	0	0	0
기타부채	856	966	4,051	4,356	4,809
자본	3,311	3,392	3,750	4,072	4,416
자본금	717	717	717	717	717
자본잉여금	1,579	1,579	1,579	1,579	1,579
이익잉여금	943	1,022	1,369	1,690	2,034
기타자본	72	73	85	85	85

별도 ROA 분해 (단위: %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익 구성					
순수수료이익	49.4	45.2	35.2	37.3	36.7
수수료수익	53.1	49.5	38.6	40.9	40.3
위탁매매	9.8	9.8	5.3	5.0	4.0
자산관리	1.5	1.4	1.1	1.4	1.2
IB 및 기타	41.9	38.3	32.1	34.5	35.1
이자손익	33.7	45.5	47.2	56.6	57.1
트레이딩 및 상품손익	9.6	-3.3	-5.2	-6.3	-5.5
기타손익	7.3	12.6	22.9	12.5	11.7
자산회전율					
순수수료이익	2.09	1.73	1.21	1.08	1.03
수수료수익	2.25	1.90	1.32	1.19	1.13
위탁매매	0.41	0.38	0.18	0.14	0.11
자산관리	0.06	0.05	0.04	0.04	0.03
IB 및 기타	1.78	1.47	1.10	1.00	0.99
이자손익	1.43	1.74	1.62	1.64	1.60
트레이딩 및 상품손익	0.41	-0.13	-0.18	-0.18	-0.15
기타손익	0.31	0.48	0.79	0.36	0.33

자료: Company data, 유안타증권

연결 재무제표 (단위: 십억원)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	848	1,034	1,077	1,113	1,176
순수수료이익	371	369	353	336	354
이자손익	363	642	756	810	850
트레이딩 및 상품손익	80	-45	-89	-91	-86
기타손익	35	69	56	58	58
판매비와 관리비	405	502	474	422	445
영업이익	444	532	603	691	731
영업외수익	28	85	131	89	89
영업외비용	5	28	25	25	25
세전이익	466	589	710	755	795
법인세비용	111	155	197	208	219
연결당기순이익	355	434	513	548	576
지배주주순이익	351	431	513	548	576
비지배주주순이익	4	3	0	0	0
자산	23,451	31,161	39,142	41,559	45,025
부채	20,138	27,688	35,360	37,371	40,410
자본	3,313	3,473	3,783	4,188	4,615

주요 투자지표 (단위: 원, %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation					
P/B	0.97	0.90	0.88	0.79	0.72
P/E	7.27	6.51	5.92	5.92	5.63
배당수익률	4.0	4.3	4.3	4.6	5.0
주당지표					
BPS	4,764	5,107	5,234	5,810	6,417
EPS	634	708	779	778	819
DPS	186	200	200	210	230
성장성					
BPS 성장률	15.0	7.2	2.5	11.0	10.4
EPS 성장률	13.2	11.7	10.0	-0.1	5.3
수익성					
ROE	13.5	12.7	14.1	13.7	13.1
ROA	1.72	1.58	1.46	1.36	1.33
비용/수익비율	48.7	48.2	38.4	37.0	37.0
영업이익률	52.3	51.5	56.0	62.1	62.2
세전이익률	55.0	57.0	65.9	67.8	67.6
순이익률	41.4	41.7	47.6	49.2	49.0
재무레버리지 (별도)	4.7	6.5	8.2	8.4	8.5

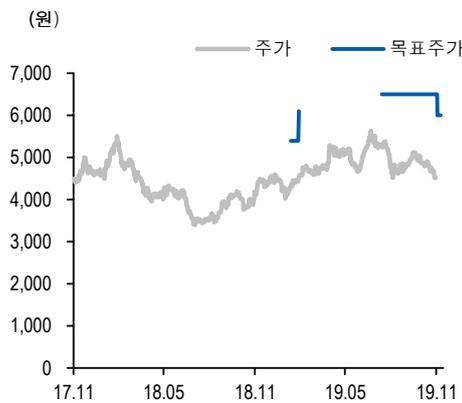
연결 ROA 분해 (단위: %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익 구성					
순수수료이익	43.7	35.6	32.8	30.2	30.1
이자손익	42.8	62.0	70.2	72.8	72.3
트레이딩 및 상품손익	9.4	-4.4	-8.3	-8.2	-7.3
기타손익	4.1	6.7	5.2	5.2	4.9
자산회전율					
순수수료이익	1.58	1.18	0.90	0.81	0.79
이자손익	1.55	2.06	1.93	1.95	1.89
트레이딩 및 상품손익	0.34	-0.15	-0.23	-0.22	-0.19
기타손익	0.15	0.22	0.14	0.14	0.13

주식 수와 배당성향 (단위: 백만 주, %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
기말발행주식수	717,489	703,685	703,685	703,685	703,685
보통주	605,641	605,641	617,311	617,311	617,311
우선주	111,848	98,043	86,374	86,374	86,374
배당성향	36.7	33.2	27.8	27.3	28.4
보통주배당성향	32.0	28.1	24.1	23.7	24.6
우선주배당성향	4.6	5.1	3.7	3.6	3.7

메리츠증권증권 (008560) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-11-05	BUY	6,000	1년		
2019-07-16	BUY	6,500	1년	-25.06	-17.23
2019-01-30	BUY	6,100	1년	-18.19	-7.70
2019-01-14	BUY	5,400	1년	-18.43	-17.31
2018-11-29	1년 경과 이후		1년		-
2017-11-29	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	84.8
Hold(중립)	14.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-11-02

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 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, 당사와 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.