

2020. 01.21



▲ 보험/증권

Analyst **김고은**
02. 6454-4871
goenkim@meritz.co.kr

RA **오형근**
02. 6454-4885
hg.oh@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

한국금융지주(071050)	Buy	105,000원
미래에셋대우(006800)	Buy	10,500원

관심종목

NH투자증권(005940)	Buy	17,000원
삼성증권(016360)	Buy	49,000원
키움증권(039490)	Buy	98,000원

증권

Sell down 활성화될 전망

- ✓ 부동산PF 규제 강화로 sell down 강화되고 보완자본 발행 늘어날 전망
- ✓ 4Q19E 증권사 커버리지 순이익 5,807억원(-3.1% QoQ, +960.2% YoY) 추정
- ✓ Top picks 한국금융지주, 미래에셋대우 제시

부동산PF에서 기업금융으로

부동산PF 관련 강력한 규제에도 20년 대형 증권사의 IB 수익 성장에 대한 목표를 가져가고 있다. 부동산 관련 deal은 sell down을 강화하고 기업 여신 비중을 높여 나갈 계획이다. 다만, 발행어음 부문 마진은 중장기적으로 하락할 가능성이 있다. 10%를 초과하는 부동산 비중에 대해 레버리지 비율에 포함되기 때문이다. 부동산 대출과 기업 여신의 수익성은 약 60bp 정도의 차이가 나타나고 있다. 신용평가사에서 건전성 기준으로 제시하는 구NCR 압박으로 인해 증권사의 후순위채 발행이 지속될 가능성이 크다. 다만, 과거 기준으로 제시되는 구NCR이 아닌 수정NCR에 대한 논의가 이어지고 있는 것으로 파악된다.

4Q19E 순이익 5,807억원 전망

증권사 커버리지 기준 4Q19E 순이익은 5,807억원(-3.1% QoQ, +960.2% YoY)으로 추정한다. 일평균 거래대금 9.7조원으로 전분기 대비 13.7% 증가했으며 신용잔고 9.3조원으로 전분기 대비 6.8% 증가했다. 다만 비대면 비중이 지속적으로 상승하고 있어 리테일 수익은 소폭 증가 추정한다. 국내 및 글로벌 주식시장 반등으로 ELS/DLS 조기상환되어 trading 손익에 기여했다. 기업 금융 관련 손익 견조하다. 19년 말 발표된 부동산PF 규제로 중장기적 손익 감소하겠으나 sell down을 통해 단기 손익은 크게 훼손되지 않을 전망이다.

Top Picks: 한국금융지주, 미래에셋대우

증권업 Overweight 의견 유지하고 Top picks으로 한국금융지주, 미래에셋대우 제시한다. 규제 강화로 부동산PF 관련 자산 sell down 확대되며 이자 수익 보다 수수료 수익이 증가할 가능성 있으며 후순위채 등 보완자본 발행이 이어질 가능성 높다. 신용평가사에서도 구NCR을 보완한 수정NCR에 대한 논의가 이어지는 것으로 파악된다. 핀테크 기업들의 리테일 경쟁 격화되며 한국투자증권&카카오뱅크 및 미래에셋대우&네이버파이낸셜의 보유 지분 가치 재평가될 가능성 있다.

4Q19 증권업 실적 전망

증권사 4Q19E 순이익
5,807억원 전망

증권사 커버리지(미래에셋대우, 한국금융지주, NH투자증권, 삼성증권, 키움증권) 기준 4Q19E 순이익은 5,807억원(-3.1% QoQ, +960.2% YoY)으로 추정한다. 일평균 거래대금 9.7조원으로 전분기 대비 13.7% 증가했으며 신용잔고 9.3조원으로 전분기 대비 6.8% 증가했다. 다만 비대면 비중이 지속적으로 상승하고 있어 리테일 수익은 소폭 증가 추정한다. 국내 및 글로벌 주식시장 반등으로 ELS/DLS 조기상환 증가해 trading 손익에 기여했다. 기업 금융 관련 손익 견조하다. 19년 말 발표된 부동산PF 규제로 중장기적 손익 감소하겠으나 sell down을 통해 단기 손익은 크게 훼손되지 않을 전망이다. 일회성 요인으로 NH투자증권의 본사 매각익 세전 기준 900억원 발생했다.

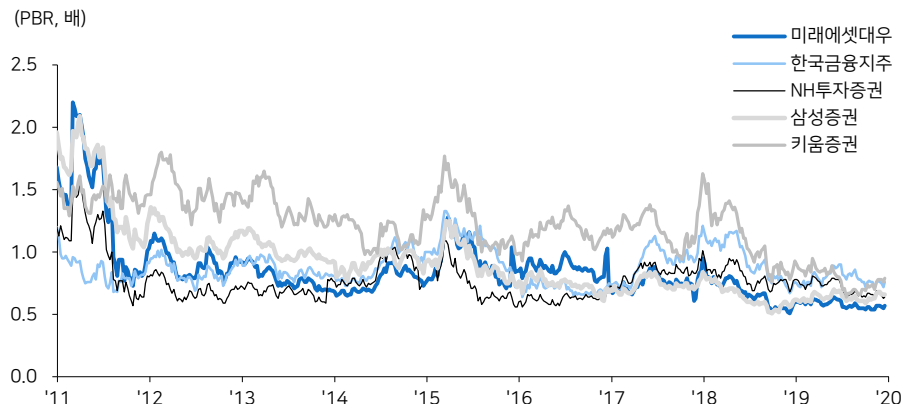
증권업 Overweight 의견 유지하고 Top picks으로 한국금융지주, 미래에셋대우 제시한다. 규제 강화로 부동산PF 관련 자산 sell down 확대되며 이자 수익 보다 수수료 수익이 증가할 가능성 있으며 후순위채 등 보완자본 발행이 이어질 가능성 높다. 신용평가사에서도 구NCR을 보완한 수정NCR에 대한 논의가 이어지는 것으로 파악된다. 핀테크 기업들의 리테일 경쟁 격화되며 한국투자증권&카카오뱅크 및 미래에셋대우&네이버파이낸셜의 보유 지분 가치 재평가될 가능성 있다.

표1 커버리지 증권사 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
미래에셋대우	119.2	27.0	340.9	136.9	-12.9	120.7	-1.2
한국금융지주	143.1	1.9	7,576.9	226.4	-36.8	141.4	1.2
NH투자증권	149.6	10.4	1,339.2	80.6	85.6	147.5	1.4
삼성증권	89.5	37.2	140.4	88.9	0.6	73.4	21.9
키움증권	79.3	-21.8	흑전	66.7	18.9	62.5	26.8
합계	580.7	54.8	960.2	599.5	-3.1	545.6	6.4

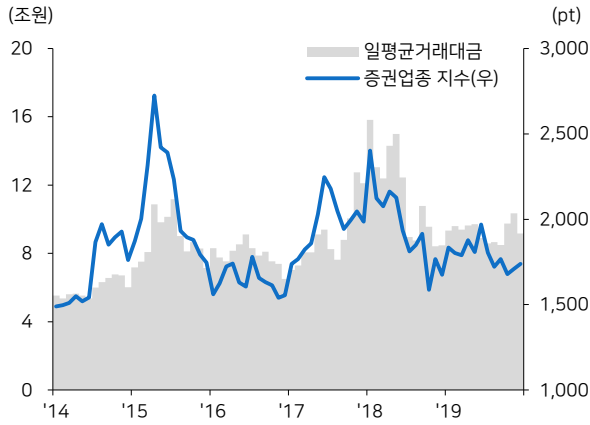
자료: 각 사, Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 커버리지 증권사 PBR 추이



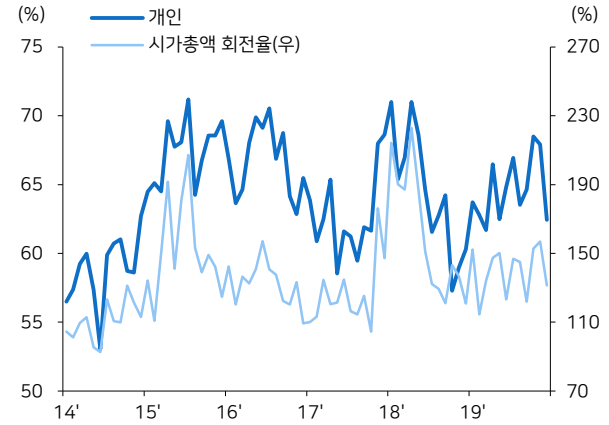
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 일평균 거래대금 및 증권업종 지수



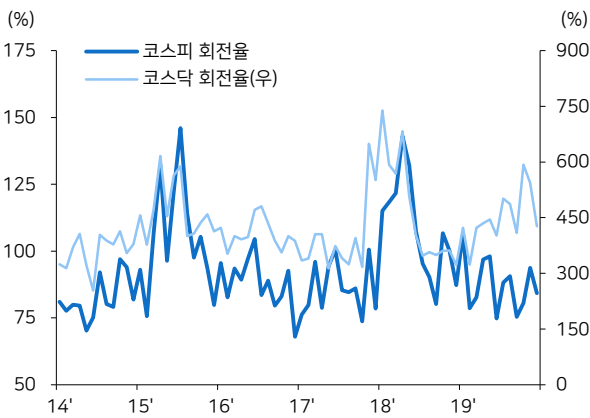
자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 개인 비중 및 시가총액 회전율



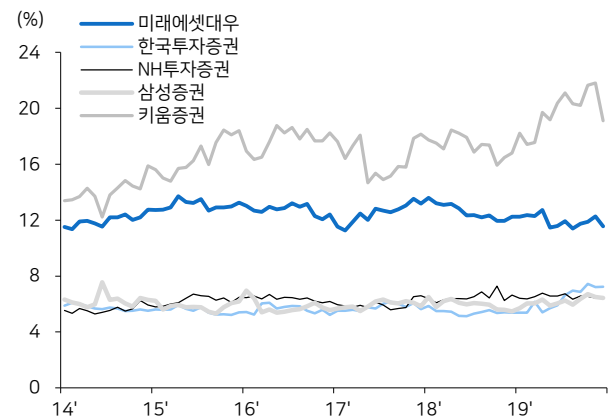
자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 KOSPI 및 KOSDAQ 회전율



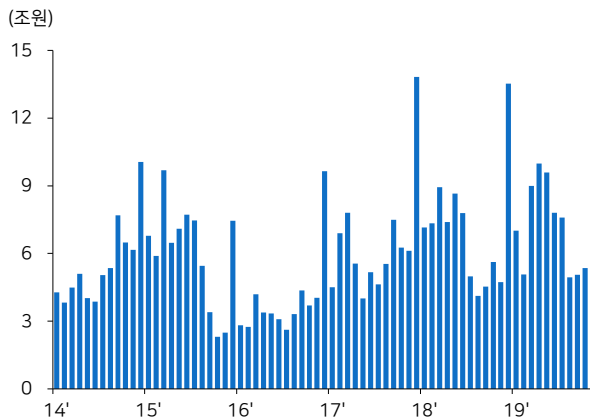
자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 약정 기준 Brokerage MS



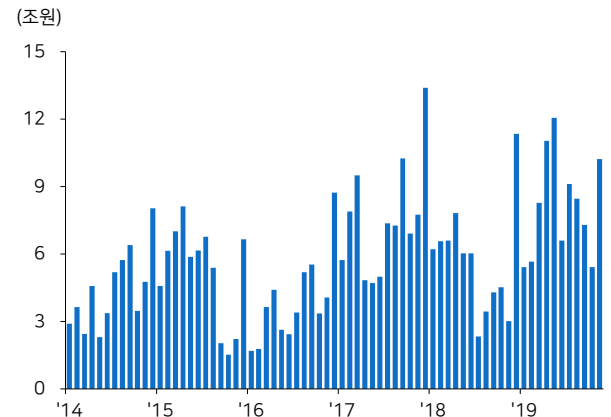
자료: Check, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 ELS/ELB 발행실적



자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 ELS/ELB 상환실적



자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 Valuation table

		미래에셋대우	한국금융지주	NH투자증권	삼성증권	키움증권
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
현재가 (01.20) (원)		7,720	74,600	12,250	37,850	81,200
적정주가 (원)		10,500	105,000	17,000	49,000	98,000
상승여력		36.0	40.8	38.8	29.5	20.7
당기순이익(십억원)	2017	503.2	509.3	350.1	271.4	204.2
	2018	455.8	529.5	360.9	329.1	193.2
	2019E	641.5	836.0	508.7	391.9	359.4
	2020E	600.7	684.6	438.7	379.4	328.5
ROE (%)	2017	7.2	14.1	7.4	6.6	17.2
	2018	5.8	13.0	7.3	7.4	10.7
	2019E	7.4	18.1	9.7	8.3	16.7
	2020E	6.5	13.2	7.8	7.7	13.9
ROA (%)	2017	0.7	1.2	0.8	0.8	2.3
	2018	0.4	0.9	0.7	0.9	1.3
	2019E	0.5	1.4	0.9	1.0	1.7
	2020E	0.4	1.1	0.8	0.9	1.4
BPS (원)	2017	12,999	66,018	16,138	49,408	68,988
	2018	11,899	73,917	16,863	52,207	80,363
	2019E	12,882	83,917	18,279	53,728	91,214
	2020E	13,472	93,248	19,164	56,047	102,270
EPS (원)	2017	889	8,721	1,170	3,040	10,870
	2018	652	9,066	1,206	3,741	7,609
	2019E	917	14,315	1,698	4,388	14,733
	2020E	859	11,723	1,464	4,249	13,469
PBR (배)	2017	0.71	1.05	0.86	0.74	1.27
	2018	0.55	0.80	0.77	0.60	0.97
	2019E	0.60	0.87	0.67	0.70	0.89
	2020E	0.57	0.78	0.64	0.68	0.79
PER (배)	2017	10.3	7.9	11.9	12.0	8.1
	2018	10.0	6.6	10.8	8.4	10.3
	2019E	8.4	5.1	7.2	8.6	5.5
	2020E	9.0	6.2	8.4	8.9	6.0
DPS (원)	2017	220	1,600	500	1,000	1,300
	2018	220	1,800	500	1,400	1,046
	2019E	292	2,842	600	1,818	2,037
	2020E	273	2,327	623	1,930	1,862
배당수익률 (%)	2017	2.4	2.3	3.6	2.7	1.5
	2018	3.4	3.0	3.8	4.4	1.3
	2019E	3.8	3.9	4.9	4.8	2.5
	2020E	3.5	3.2	5.1	5.1	2.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

한국금융지주 (071050)

Buy, TP 105,000원

4Q19E 지배주주 순이익 1,431억원(-36.8% QoQ, +7,576.6% YoY)으로 추정한다. 전분기 카카오뱅크 지분 매각 및 평가익 제외하면 유사한 수준의 이익이 이어지고 있다. 부동산PF 관련 규제로 구NCR 부담 있는 상황이다. 회사는 과거에 고수익 물건이 아니더라도 book에 담았다면 향후에는 우량 deal 위주로 하고 나머지는 상환 혹은 재매각 하는 방식으로 수익 규모를 유지해 나갈 계획이다. 발행어음 잔고 6.8조원으로 증가했으며 부동산 비중 3분기 17%로 10%를 초과하는 물건에 대해 기업여신 deal로 교체할 계획이다. 일회성 요인으로 한국투자파트너스 보유 지분 공정가치평가 금액에 따라 평가손실 가능성 있다.

투자의견 Buy 및 적정주가 105,000원 유지한다. 구NCR 부담에도 당분간 보완자본 조달 계획 없으며 sell down을 강화하는 방식으로 대응할 예정이다. 금융지주사 구조로 자본 확충에 대한 주주 가치 희석 리스크가 제한적이고 후순위채 등 발행 한도가 충분하다. 12월 중 한국투자캐피탈 2,800억원 증자를 결정했으며 부동산 신탁업 등 다양한 자회사 포트폴리오를 통해 대응 가능하다. Bankis 전체 MS가 3분기 4.64%, 4분기 5.02%로 상승했으며 카카오뱅크 비중이 19년 상반기 2% 후반 수준에서 4분기 15.7%까지 늘어났다.

표3 4Q19E Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	376.1	262.9	43.1	396.5	-5.1		
영업이익	177.1	11.2	1,475.2	177.4	-0.2		
당기순이익(한투, 별도)	123.2	90.0	36.9	114.0	8.1		
당기순이익(연결, 지배)	143.1	1.9	7,576.9	226.4	-36.8	141.4	1.2

자료: 한국금융지주, Wisefn, 메리츠증권리서치센터

그림8 한국금융지주 PER 밴드



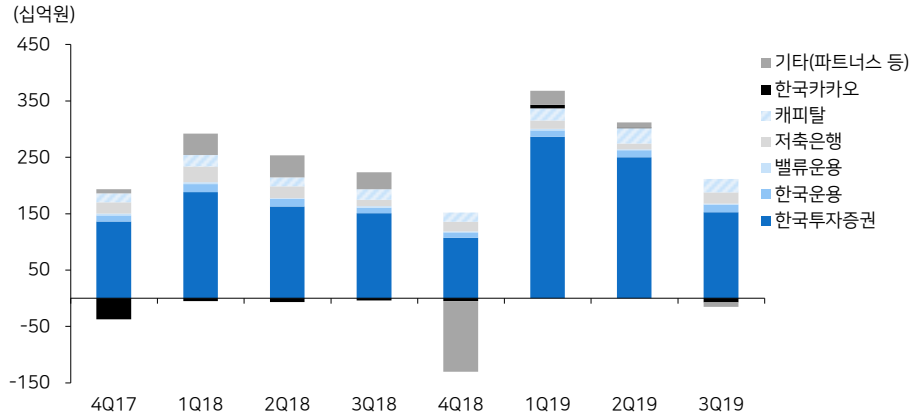
자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

그림9 한국금융지주 PBR 밴드



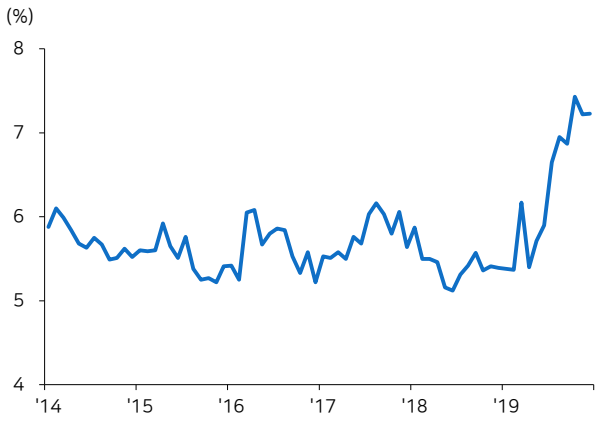
자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

그림10 자회사 세전이익



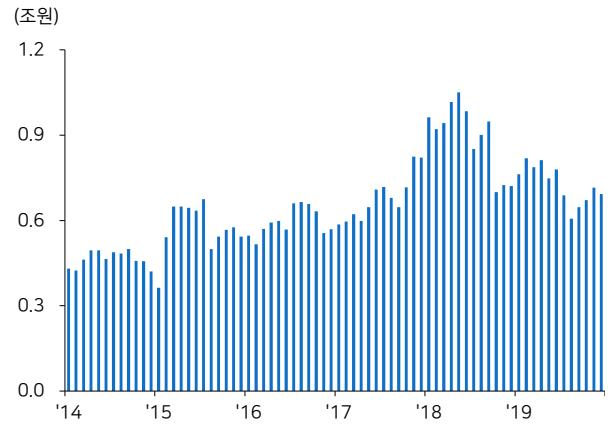
자료: 한국금융지주, 메리츠증권리서치센터

그림11 Brokerage 약정 MS



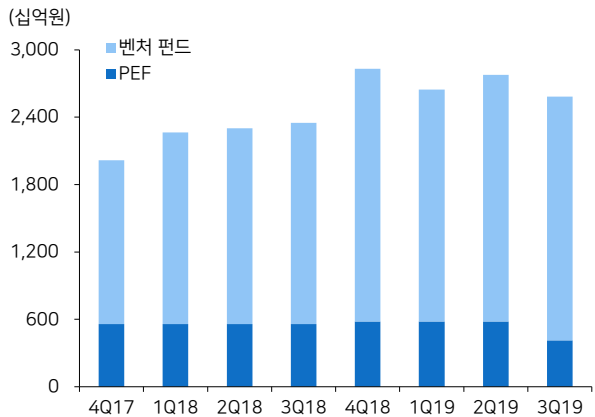
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림12 신용잔고



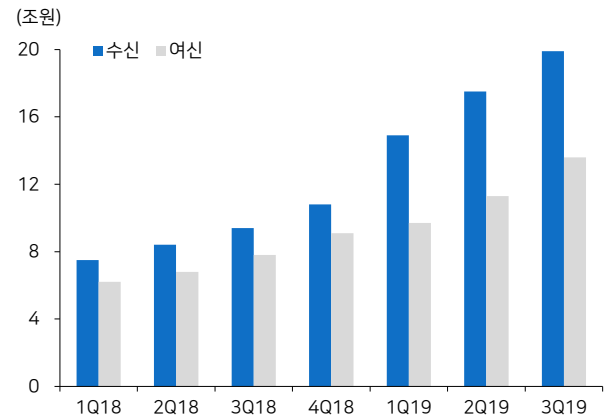
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림13 한국투자파트너스 운용자산



자료: 한국금융지주, 메리츠증권리서치센터

그림14 한국카카오은행 여·수신



자료: 한국금융지주, 메리츠증권리서치센터

한국금융지주 (071050)

Income Statement(한국투자증권 별도 기준)

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	1,135.9	1,267.8	1,520.5	1,426.3	1,486.6
Brokerage 수익	259.8	290.8	245.9	253.3	267.5
IB 수익	141.6	136.0	214.8	221.0	220.9
금융상품판매수익	70.3	78.7	91.5	98.8	104.8
자산관리수수료	49.6	49.8	45.8	47.9	49.9
기타수수료 수익	109.1	144.7	164.9	167.5	167.8
수수료비용	99.1	121.8	125.0	127.4	134.6
상품운용손익	211.9	150.3	292.9	236.8	232.3
이자손익	392.5	536.5	532.0	513.9	563.4
기타 손익	0.2	2.8	57.6	14.5	14.6
판매관리비	532.5	597.1	644.9	618.9	629.0
영업이익	603.5	670.6	875.6	807.4	857.6
영업외 손익	-12.5	-11.2	-3.5	-8.8	-7.5
세전이익	591.0	659.4	872.1	798.6	850.1
법인세비용	118.7	155.9	223.8	214.0	227.8
당기순이익	472.3	503.5	648.3	584.6	622.3

Balance Sheet(한국투자증권 별도 기준)

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산 총계	37,545.1	44,351.3	48,522.9	51,590.6	55,011.4
현금 및 예치금	6,273.6	8,182.3	6,697.4	7,207.2	7,784.5
유가증권	25,690.9	29,010.0	31,009.8	32,970.2	35,156.3
대출채권	3,352.0	3,691.2	4,168.5	4,432.1	4,725.9
유형자산	301.0	294.6	326.7	326.7	326.7
기타자산	1,927.6	3,173.3	6,320.6	6,654.4	7,017.9
부채 총계	33,303.4	40,000.8	43,921.8	46,541.1	49,339.6
예수부채	3,342.5	3,897.3	3,879.0	4,198.7	4,544.8
차입부채	15,054.5	16,356.1	17,863.1	18,588.4	19,343.2
발행사채	700.0	799.0	1,197.9	1,197.9	1,197.9
기타부채	14,206.4	18,948.4	20,981.8	22,556.0	24,253.7
자본총계	4,241.8	4,350.5	4,601.1	5,049.5	5,671.7
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	1,252.0	1,700.3	2,322.6
기타자본	197.5	171.8	120.7	120.7	120.7

Financial Statement(한국금융지주 연결 기준)

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업손익	1,446.6	1,541.5	1,873.5	1,663.7	1,760.2
수수료손익	656.2	708.2	768.2	825.7	847.5
이자손익	562.9	887.7	887.7	690.1	767.9
상품운용손익	257.3	-95.3	270.9	180.5	175.4
판매관비	795.5	919.1	938.6	822.8	833.3
영업이익	651.1	622.4	934.8	840.9	926.9
세전이익	642.0	739.3	1,048.8	935.2	1,025.4
당기순이익	462.1	540.6	839.2	684.6	750.6
지배주주 순이익	509.3	529.5	836.0	684.6	750.6
자산	48,743.0	62,948.0	59,432.4	66,821.1	75,270.6
현금 및 예치금	5,091.7	8,618.7	5,819.8	6,543.4	7,370.8
유가증권	29,491.5	34,068.4	49,702.2	55,881.2	62,947.4
대출채권	12,250.4	17,924.5	2,986.3	3,357.6	3,782.1
부채	44,606.7	58,050.2	54,501.3	61,341.7	69,040.6
자본(지배주주)	4,136.3	4,897.8	4,931.1	5,479.4	6,230.0

Key Financial Data

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS (원)	8,721	9,066	14,315	11,723	12,853
BPS (원)	66,018	73,917	83,917	93,248	106,021
DPS (원)	1,600	1,800	2,842	2,327	2,552
밸류에이션					
PER (배)	7.9	6.6	5.1	6.2	5.7
PBR (배)	1.0	0.8	0.9	0.8	0.7
수익성					
ROE (%)	14.1	13.0	18.1	13.2	12.9
ROA (%)	1.2	0.9	1.4	1.1	1.1
배당지표					
배당성향 (%)	16.6	17.9	17.9	17.9	17.9
배당수익률 (%)	2.3	3.0	3.9	3.2	3.5
안정성					
순자본비율	1,469.9	1,016.9	863.7	1,013.0	1,253.0
레버리지비율	885.1	1,019.5	1,054.6	1,021.7	969.9

미래에셋대우 (006800)

Buy, TP 10,500원

4Q19E 지배주주 순이익 1,192억원(-12.9% QoQ, +340.9% YoY)으로 추정한다. 전분기 대비 이익이 감소하는 이유는 금리 상승으로 trading 손익 감소가 추정되며 연말 창립기념일 관련 비용 및 성과급 배분 영향이다. 국내 Brokerage 및 신용 부문 MS는 중장기적으로 하락하는 모습이나 해외주식 Brokerage 경쟁력이 독보적이다. 해외 주식 및 상품 부문에 주력하며 리테일 부문 체질 개선을 이어가고 있다. 기업금융 및 해외 법인 부분은 안정적인 손익 지속될 전망이다.

투자의견 Buy 및 적정주가 10,500원을 유지한다. 자기자본 규모가 커 부동산PF 관련 규제, 레버리지 비율에서 비교적 자유롭다. 구NCR은 165% 수준으로 필요시 후순위채 추가 발행될 가능성 있다. 자기자본 절대 규모가 커 보완자본 발행 여력이 충분히 남아있다. 네이버 파이낸셜 투자, 아시아나 인수, 미국의 15개 호텔 인수 등 big deal이 상반기 중 마무리될 예정이다. 이 과정에서 기존에 보유하고 있던 투자목적 자산이 회수될 가능성이 있다고 판단한다.

표4 4Q19E Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	427.7	259.4	64.9	453.1	-5.6		
영업이익	151.2	-14.8	-1,119.5	171.5	-11.8	163.2	-7.4
당기순이익	119.9	26.9	345.4	137.7	-13.0	116.7	2.7
당기순이익(지배)	119.2	27.0	340.9	136.9	-12.9	120.7	-1.2

자료: 미래에셋대우, Wisefn, 메리츠증권리서치센터

그림15 미래에셋대우 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

그림16 미래에셋대우 PBR 밴드



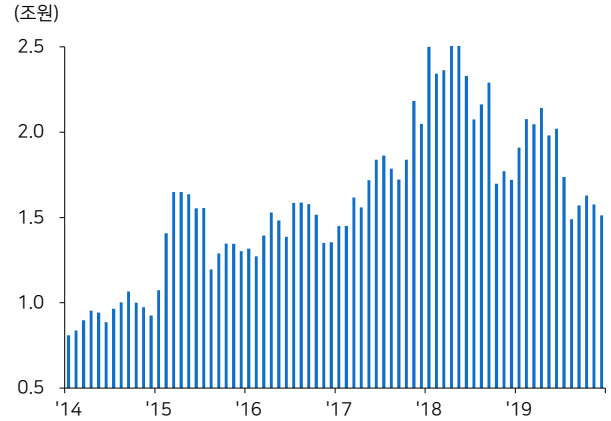
자료: Quantwise, 메리츠증권리서치센터

그림17 Brokerage 약정 MS



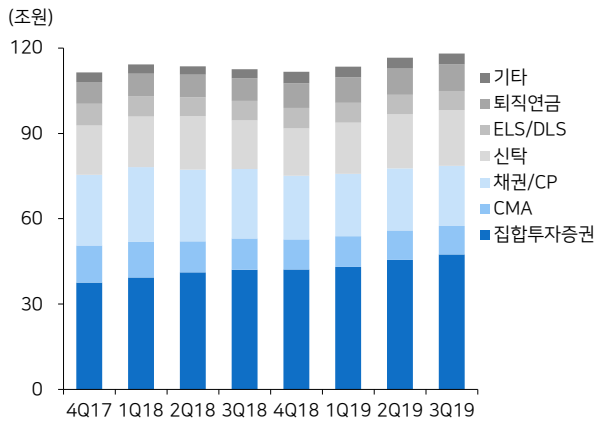
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림18 신용잔고



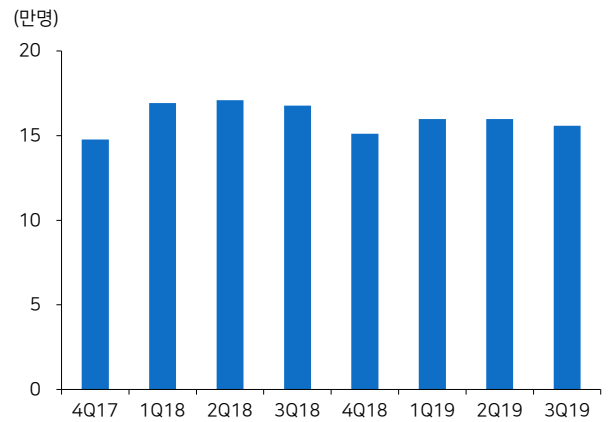
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림19 WM잔고



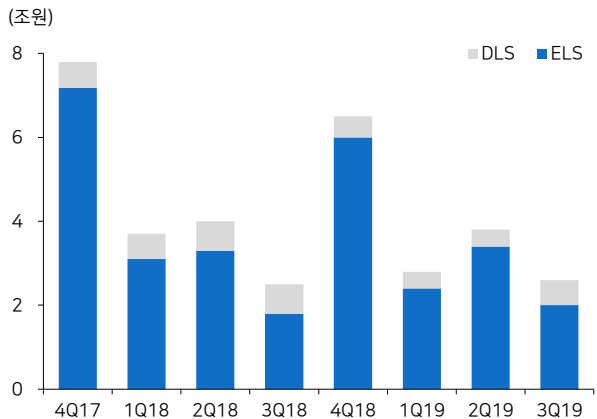
자료: 미래에셋대우, 메리츠증권리서치센터

그림20 1억원 이상 고객 수



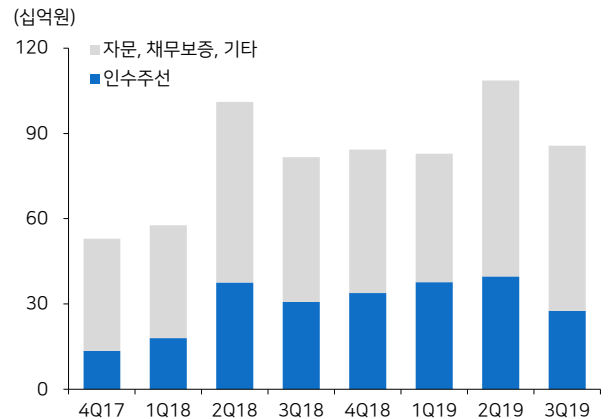
자료: 미래에셋대우, 메리츠증권리서치센터

그림21 파생결합상품 발행실적



자료: 미래에셋대우, 메리츠증권리서치센터

그림22 IB 수익



자료: 미래에셋대우, 메리츠증권리서치센터

미래에셋대우 (006800)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	1,711.9	1,627.5	1,932.1	1,917.0	1,975.0
Brokerage 수익	432.3	504.4	405.6	396.2	418.6
IB 수익	90.4	120.9	136.9	134.9	134.5
금융상품판매수익	89.1	86.2	81.4	87.3	92.6
자산관리수수료	67.5	87.4	87.2	90.9	94.6
기타수수료 수익	216.0	268.0	284.3	277.7	277.7
수수료비용	161.0	204.0	224.4	231.2	244.1
상품운용손익	272.3	7.8	461.0	358.5	399.6
이자손익	571.3	648.1	564.9	629.0	628.8
기타 손익	134.1	108.6	135.4	173.6	172.7
판매관리비	1,084.2	1,115.9	1,205.6	1,147.4	1,155.0
영업이익	627.8	511.6	726.5	769.6	820.0
영업외 손익	37.0	72.7	146.1	55.7	70.0
세전이익	664.7	584.3	872.6	825.3	890.0
법인세비용	159.8	123.0	227.5	221.2	238.5
당기순이익	504.9	461.2	645.1	604.1	651.5
지배주주	503.2	455.8	641.5	600.7	647.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산 총계	90,626.1	117,794.4	137,156.1	143,569.8	150,346.2
현금 및 예치금	4,954.7	7,965.7	9,333.4	9,942.2	10,589.5
유가증권	39,104.8	43,200.3	48,313.1	50,572.3	52,959.3
대출채권	35,745.0	54,694.9	68,738.3	71,952.6	75,348.8
유형자산	1,339.2	1,318.3	2,819.3	2,819.3	2,819.3
기타자산	9,482.5	10,615.1	7,952.0	8,283.4	8,629.4
부채 총계	83,243.7	109,442.8	128,084.5	134,085.4	140,416.8
예수부채	5,118.9	5,465.3	5,830.1	6,310.7	6,830.9
차입부채	49,390.2	72,376.3	87,696.7	91,257.5	94,963.0
발행사채	3,085.5	3,945.1	6,201.2	6,201.2	6,201.2
기타부채	25,649.1	27,656.2	28,356.5	30,316.0	32,421.7
자본총계	7,382.4	8,351.6	9,071.6	9,484.4	9,929.4
지배주주지분	7,354.6	8,312.8	9,008.4	9,421.2	9,866.2
자본금	3,402.0	4,102.0	4,102.0	4,102.0	4,102.0
자본잉여금	2,164.6	2,153.9	2,157.2	2,157.2	2,157.2
이익잉여금	1,875.0	2,249.3	2,534.0	2,946.7	3,391.8
기타자본	-87.0	-192.5	215.3	215.3	215.3

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성					
자산 총계	58.2	30.0	16.4	4.7	4.7
부채 총계	64.5	31.5	17.0	4.7	4.7
예수부채	24.1	6.8	6.7	8.2	8.2
차입부채	160.7	46.5	21.2	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	10.9	13.0	8.4	4.6	4.7
순영업손익	N/A	-4.9	18.7	-0.8	3.0
Brokerage	N/A	16.7	-19.6	-2.3	5.7
순이자손익	N/A	13.4	-12.8	11.4	0.0
판관비	N/A	2.9	8.0	-4.8	0.7
영업이익	N/A	-18.5	42.0	5.9	6.5
당기순이익(지배)	N/A	-9.4	40.7	-6.4	7.8
수익성					
영업이익률	36.7	31.4	37.6	40.1	41.5
판관비율	63.3	68.6	62.4	59.9	58.5

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS (원)	889	652	917	859	926
BPS (원)	12,999	11,901	12,882	13,472	14,108
DPS (원)	220	220	292	273	295
밸류에이션					
PER (배)	10.3	10.0	8.4	9.0	8.3
PBR (배)	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
수익성					
ROE (%)	7.2	5.8	7.4	6.5	6.7
ROA (%)	0.7	0.4	0.5	0.4	0.4
배당지표					
배당성장률 (%)	24.3	26.5	25.0	25.0	25.0
배당수익률 (%)	2.4	3.4	3.8	3.5	3.8
안정성					
순자본비율	2,386.6	1,639.6	1,929.9	2,013.8	2,107.4
레버리지비율	674.3	727.2	719.6	720.5	720.7

NH투자증권 (005940)

Buy, TP 17,000원

4Q19E 순이익 1,496억원(+85.6% QoQ, -1,339.2% YoY)으로 추정한다. 여의도 본사 매각익 세전 900억원 인식해 전분기 대비 이익이 크게 증가했다. 주식시장 변동성 확대 및 금리 소폭 상승해 trading 관련 손익 소폭 감소 추정된다. 발행어음 잔고는 약 4조원이며 기업금융 비중이 50% 이상 상승하며 마진은 120bp로 개선됐다. 발행어음 운용 부동산 비중이 15%로 10% 초과되는 부분은 줄여나갈 계획이다. IB 부문에서 부동산 비중이 타 대형사 대비 크지 않고 기업 금융 역량이 견고하다.

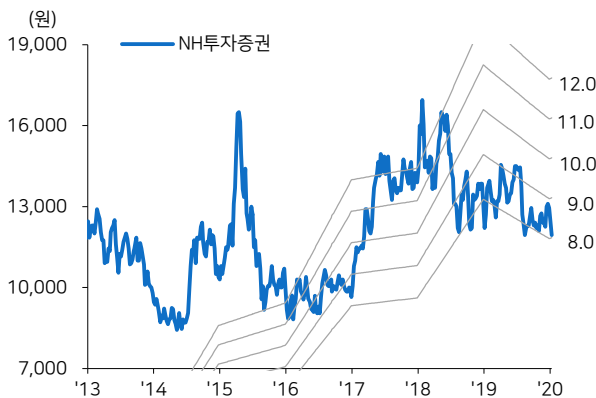
투자의견 Buy 및 적정주가 17,000원을 유지한다. 독일 헤리티지 펀드 관련 DLS 발행사이나 만기가 2년 연장되었고 기초 자산 매각이 진행 중이다. 또한 발행 물량은 대부분 타 금융회사에서 판매되었으며 11억원 규모만 동사 고객에게 판매되어 민원 및 손실 보전 이슈는 제한적이다. 19년 이익 중 여의도 사옥 매각익을 제외한 부분에 배당성향을 유지할 계획이다. 19E DPS 600원 추정된다.

표5 4Q19E Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	302.1	205.7	46.9	307.5	-1.8		
영업이익	123.9	52.4	136.6	117.4	5.6	147.0	-15.7
당기순이익	152.9	11.7	1,210.1	80.7	89.4	147.2	3.9
당기순이익(지배)	149.6	10.4	1,339.2	80.6	85.6	147.5	1.4

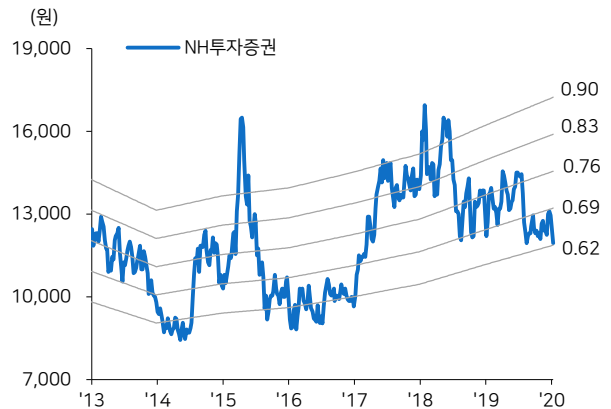
자료: NH투자증권, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 NH투자증권 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 NH투자증권 PBR 밴드



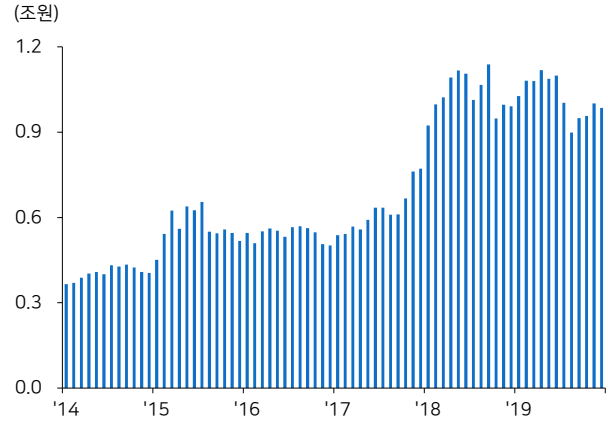
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 Brokerage 약정 MS



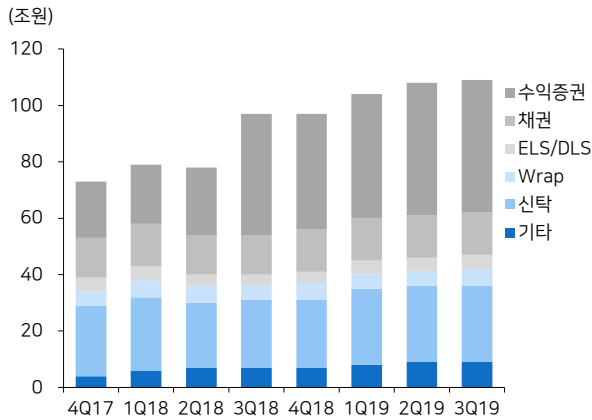
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림26 신용잔고



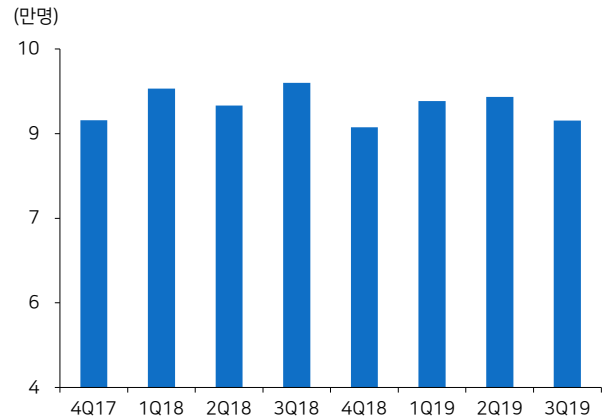
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림27 WM잔고



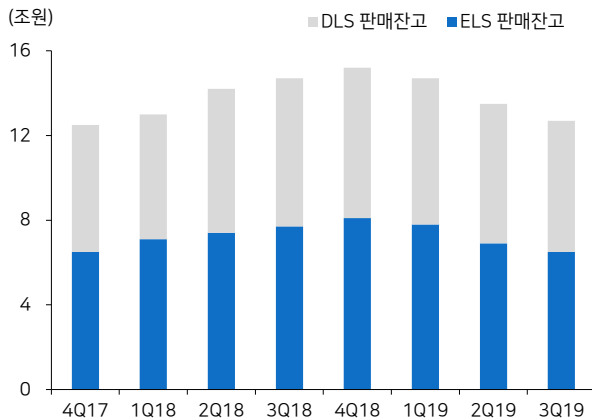
자료: NH투자증권, 메리츠증권리서치센터

그림28 1억원 이상 고객 수



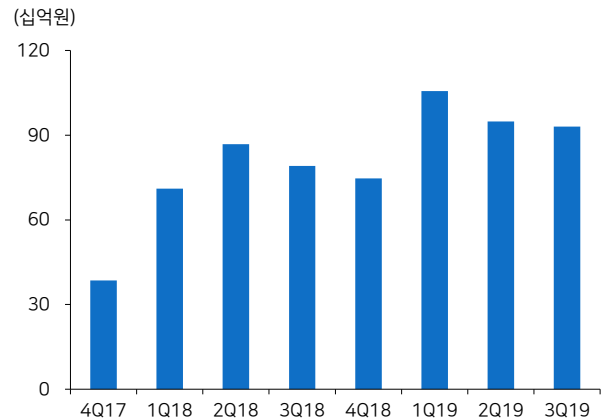
자료: NH투자증권, 메리츠증권리서치센터

그림29 파생결합상품 잔고



자료: NH투자증권, 메리츠증권리서치센터

그림30 IB관련 수익



자료: NH투자증권, 메리츠증권리서치센터

NH 투자증권 (005940)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	1,168.4	1,231.6	1,409.3	1,354.6	1,416.5
Brokerage 수익	334.6	395.0	302.4	290.2	306.0
IB 수익	110.3	111.1	161.7	161.4	166.5
금융상품판매수익	36.7	51.2	45.1	49.0	52.0
자산관리수수료	28.1	32.0	39.5	43.4	45.2
기타수수료 수익	169.5	189.6	238.6	241.0	241.8
수수료비용	110.8	139.6	207.5	251.4	265.5
상품운용손익	36.2	-21.5	218.6	188.9	200.1
이자손익	583.0	639.3	642.8	661.3	697.2
기타 손익	-19.3	-25.4	-31.9	-29.2	-26.8
판매관리비	709.2	691.5	778.5	750.4	758.7
영업이익	459.2	540.1	630.9	604.2	657.8
영업외 손익	-16.7	-35.4	62.6	5.1	9.3
세전이익	442.5	504.8	693.5	609.3	667.1
법인세비용	92.9	143.3	180.7	163.3	178.8
당기순이익	349.6	361.5	512.7	446.0	488.3
지배주주	350.1	360.9	508.7	438.7	480.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산 총계	43,892.7	53,422.6	55,279.5	58,444.0	61,846.1
현금 및 예치금	6,135.9	7,228.1	6,341.0	6,102.2	5,691.6
유가증권	30,184.1	38,429.1	39,431.6	41,688.9	44,115.7
대출채권	4,842.5	5,403.8	6,058.7	6,405.5	6,778.4
유형자산	353.8	347.9	341.3	337.9	334.7
기타자산	2,376.5	2,013.5	3,106.9	3,909.5	4,925.7
부채 총계	39,056.5	48,368.8	49,796.4	52,695.5	55,797.0
예수부채	3,080.6	4,045.4	4,498.4	4,869.2	5,270.6
차입부채	14,993.8	15,607.4	18,111.6	18,847.1	19,612.3
발행사채	3,499.9	3,825.7	3,662.4	3,662.4	3,662.4
기타부채	17,482.2	24,890.2	23,523.9	25,316.9	27,251.7
자본총계	4,836.2	5,053.8	5,483.1	5,748.5	6,049.1
지배주주지분	4,830.6	5,047.6	5,476.0	5,741.4	6,042.0
자본금	1,531.3	1,531.3	1,531.3	1,531.3	1,531.3
자본잉여금	1,539.2	1,537.3	1,536.9	1,536.9	1,536.9
이익잉여금	1,613.6	1,832.5	2,193.8	2,459.2	2,759.8
기타자본	146.6	146.6	214.0	214.0	214.0

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성					
자산 총계	2.1	21.7	3.5	5.7	5.8
부채 총계	1.9	23.8	3.0	5.8	5.9
예수부채	29.9	31.3	11.2	8.2	8.2
차입부채	-1.8	4.1	16.0	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	4.1	4.5	8.5	4.8	5.2
순영업손익	25.0	5.4	14.4	-3.9	4.6
Brokerage	1.8	18.1	-23.4	-4.0	5.4
순이자손익	-3.7	9.6	0.6	2.9	5.4
판매비	12.1	-2.5	12.6	-3.6	1.1
영업이익	52.1	17.6	16.8	-4.2	8.9
당기순이익(지배)	48.3	3.1	41.0	-13.8	9.6
수익성					
영업이익률	39.3	43.9	44.8	44.6	46.4
판매비율	60.7	56.1	55.2	55.4	53.6

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS (원)	1,170	1,206	1,698	1,464	1,604
BPS (원)	16,138	16,863	18,279	19,164	20,168
DPS (원)	500	500	600	623	650
밸류에이션					
PER (배)	11.9	10.8	7.2	8.4	7.6
PBR (배)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
수익성					
ROE (%)	7.4	7.3	9.7	7.8	8.2
ROA (%)	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8
배당지표					
배당성향 (%)	40.1	38.9	33.1	39.9	38.0
배당수익률 (%)	3.6	3.8	4.9	5.1	5.3
안정성					
순자본비율	1,811.2	1,365.2	1,444.1	1,325.4	1,201.3
레버리지비율	810.7	944.2	900.5	908.1	913.2

삼성증권 (016360)

Buy, TP 49,000원

4Q19E 순이익 895억원(+0.6% QoQ, +140.4% YoY)으로 추정한다. ELS 조기 상환 규모가 타사 대비 크게 증가했고 전분기에 지연된 IB deal이 마무리 되며 수익을 견인할 전망이다. 해외 주식 거래의 경우 오프라인 채널 위주로 이뤄지고 있어 수수료 수익 증가 추세 지속된다. 동사의 경우 대형사 중 부동산PF 채무보증 및 대출 규모가 작아 규제 강화에도 여유가 있다는 점이 가장 큰 장점이다. IB 부문 인력 충원을 지속해 나갈 계획이며 배당/분배금 성장이 나타나고 있다.

투자의견을 Buy 및 적정주가 49,000원을 유지한다. 기업금융 및 PI와 관련해 업계 내에서 가장 보수적인 전략을 가지고 있어 익스포저가 제한적이다. 그럼에도 불구하고 관련 수익이 안정적으로 성장하고 있다. 21년까지 배당성향을 50%까지 확대할 계획에 있어 안정적인 시가배당수익률을 기대할 수 있다.

표6 4Q19E Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	294.5	209.4	40.7	295.9	-0.4		
영업이익	120.7	53.8	124.2	119.8	0.7	102.6	17.6
당기순이익	89.5	37.2	140.4	88.9	0.6	73.4	21.9

자료: 삼성증권, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 삼성증권 PER 밴드



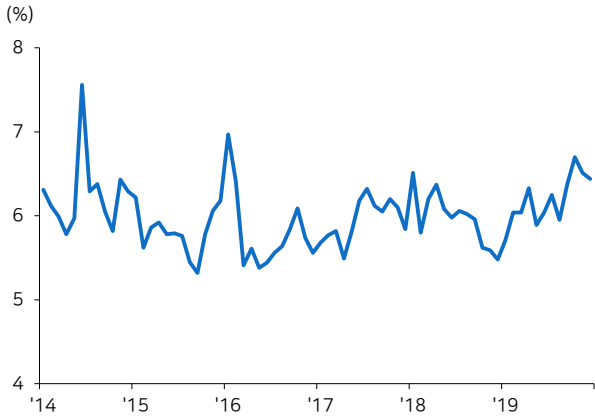
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 삼성증권 PBR 밴드



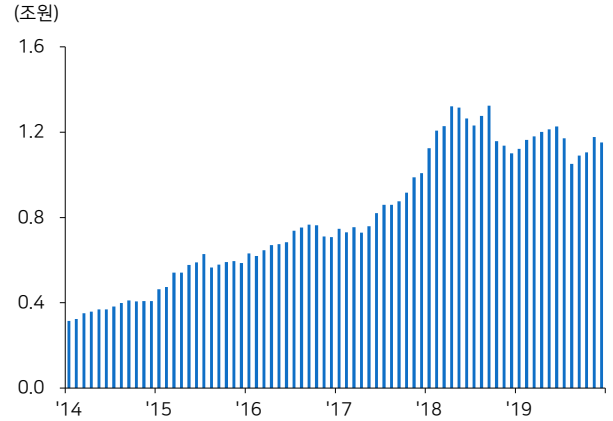
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 Brokerage 약정 MS



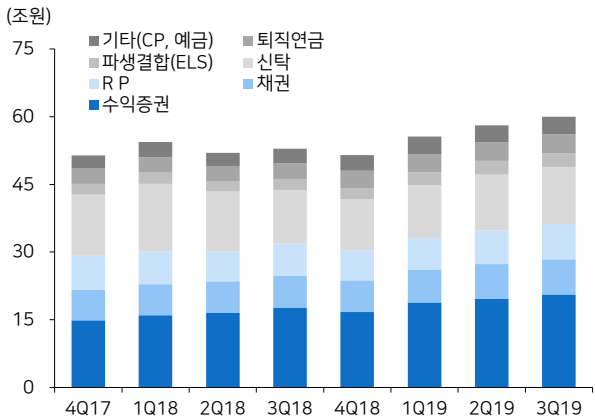
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림34 신용잔고



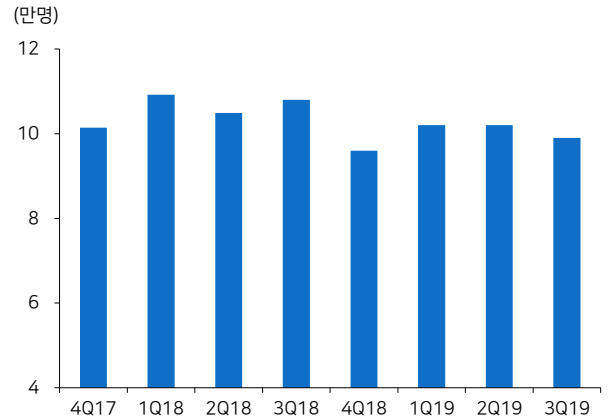
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림35 WM 잔고



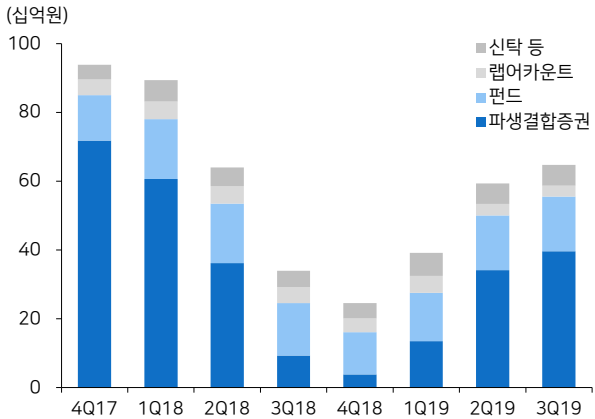
자료: 삼성증권, 메리츠증권리서치센터

그림36 1억원 이상 고객 수



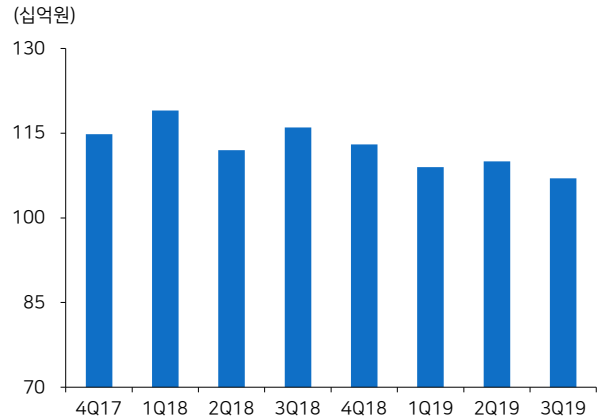
자료: 삼성증권, 메리츠증권리서치센터

그림37 금융상품 판매수익



자료: 삼성증권, 메리츠증권리서치센터

그림38 개인고객자산 잔고



자료: 삼성증권, 메리츠증권리서치센터

삼성증권 (016360)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	966.7	1,134.2	1,207.7	1,225.6	1,270.1
Brokerage 수익	368.2	409.4	334.8	337.0	348.1
IB 수익	70.1	65.2	81.8	86.1	92.0
금융상품판매수익	55.1	62.2	62.4	68.9	73.1
자산관리수수료	41.4	42.1	41.4	40.3	41.9
기타수수료 수익	61.8	103.2	107.0	135.4	138.0
수수료비용	87.8	115.4	121.9	126.5	133.6
상품운용손익	27.6	106.2	192.3	112.5	113.9
이자손익	436.7	469.7	503.2	565.1	589.8
기타 손익	-6.4	-8.5	8.1	7.0	6.8
판매관리비	606.7	676.1	683.7	712.0	718.7
영업이익	360.0	458.1	524.1	513.6	551.4
영업외 손익	-4.3	3.3	5.8	4.7	3.9
세전이익	355.7	461.4	529.8	518.3	555.3
법인세비용	84.9	127.3	138.0	138.9	148.8
당기순이익	270.8	334.1	391.9	379.4	406.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산 총계	37,947.9	38,330.6	42,827.3	45,359.1	48,050.4
현금 및 예치금	6,504.5	5,253.7	4,515.1	4,339.0	4,039.2
유가증권	23,862.5	25,707.0	29,756.7	31,515.8	33,385.7
대출채권	5,198.5	5,206.5	6,089.6	6,449.6	6,832.3
유형자산	49.1	44.5	89.5	89.5	89.5
기타자산	2,333.4	2,118.9	2,376.4	2,965.2	3,703.7
부채 총계	33,536.4	33,668.5	38,029.4	40,354.1	42,839.7
예수부채	5,627.6	5,836.0	6,447.1	6,978.6	7,553.8
차입부채	14,503.6	13,476.4	15,790.2	16,431.4	17,098.6
발행사채	749.2	669.0	659.4	659.4	659.4
기타부채	12,656.1	13,687.2	15,132.7	16,284.8	17,528.0
자본총계	4,411.5	4,662.1	4,797.9	5,005.0	5,210.6
지배주주지분	4,412.1	4,662.1	4,797.9	5,005.0	5,210.6
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	2,462.4	2,669.5	2,875.1
기타자본	98.4	102.4	133.6	133.6	133.6

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성					
자산 총계	14.2	1.0	11.7	5.9	5.9
부채 총계	14.1	0.4	13.0	6.1	6.2
예수부채	23.5	3.7	10.5	8.2	8.2
차입부채	12.0	-7.1	17.2	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	15.3	5.7	2.9	4.3	4.1
순영업손익	21.7	17.3	6.5	1.5	3.6
Brokerage	9.5	11.2	-18.2	0.7	3.3
순이자손익	8.0	7.6	7.1	12.3	4.4
판매비	4.1	11.4	1.1	4.1	0.9
영업이익	70.1	27.2	14.4	-2.0	7.4
당기순이익(지배)	55.8	21.2	17.3	-3.2	7.1
수익성					
영업이익률	37.2	40.4	43.4	41.9	43.4
판매비율	62.8	59.6	56.6	58.1	56.6

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS (원)	3,040	3,685	4,388	4,249	4,552
BPS (원)	49,408	52,207	53,728	56,047	58,349
DPS (원)	1,000	1,400	1,818	1,930	2,250
밸류에이션					
PER (배)	12.0	8.5	8.6	8.9	8.3
PBR (배)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
수익성					
ROE (%)	6.6	7.3	8.3	7.7	8.0
ROA (%)	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9
배당지표					
배당성향 (%)	32.9	38.0	41.4	45.4	49.4
배당수익률 (%)	2.7	4.4	4.8	5.1	5.9
안정성					
순자본비율	1,718.6	1,844.9	1,103.5	1,126.4	1,142.7
레버리지비율	732.6	700.2	756.7	768.3	781.8

키움증권 (039490)

Buy, TP 98,000원

4Q19E 지배주주 순이익 793억원(+18.9% QoQ, -464.5 YoY)으로 추정한다. 손실이 이어져 왔던 PI 부문에서 흑자 전환한 점이 이익 개선에 주요 원인이다. PI 관련 변동성의 최소화 하기 위해 구조화 투자 및 해외투자 비중을 늘릴 계획이다. 평생 무료 수수료 경쟁이 이어지고 있음에도 동사의 지배력이 확대되고 있다. 국내 brokerage 약정 기준 20.9%까지 상승했다. 지속적으로 일평균 신규계좌가 2~3,000개 개설되고 있다. 해외주식 이벤트로 온라인 부문 점유율 상승하는 모습이다.

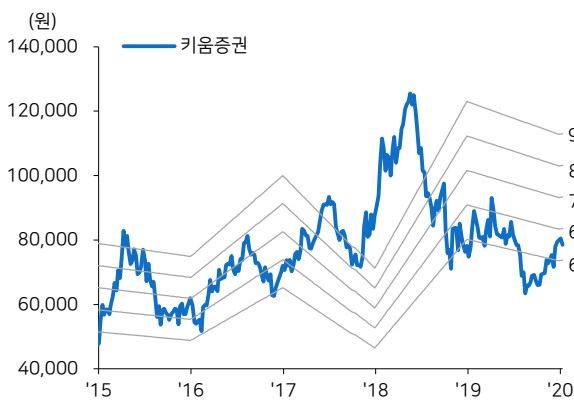
투자의견 Buy와 적정주가 98,000원을 유지한다. 심화되는 가격경쟁에도 리테일 점유율 상승하는 모습이 인상적이다. 과거 2~30대 위주의 고객 구성에서 30~40대 위주로 고객 스펙트럼이 넓어지고 있는 점이 긍정적이다. 향후 코스닥 시장 방향성에 따라 추가 상승여력 나올 수 있다고 판단한다.

표7 4Q19E Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	197.8	107.1	84.7	177.8	11.2		
영업이익	105.7	9.4	1,019.7	85.8	23.2	83.8	26.1
당기순이익	78.6	-22.0	-457.5	65.4	20.1	64.6	21.6
당기순이익(지배)	79.3	-21.8	-464.5	66.7	18.9	62.5	26.8

자료: 키움증권, Wisefn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 키움증권 PER 밴드



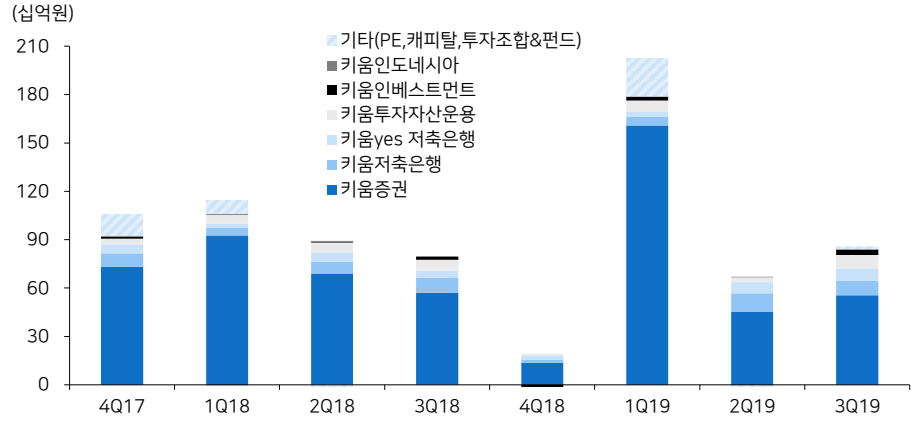
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 키움증권 PBR 밴드



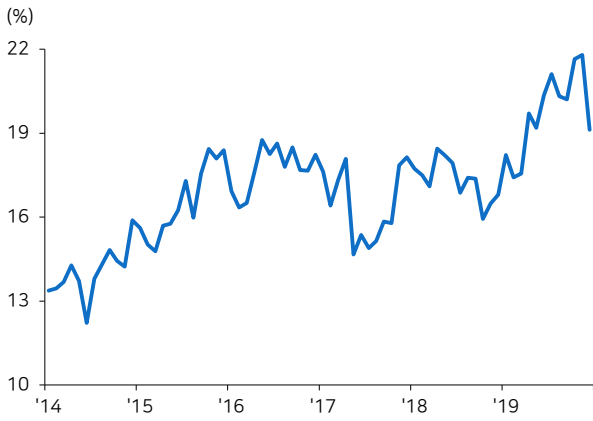
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림41 연결대상 종속회사 영업이익



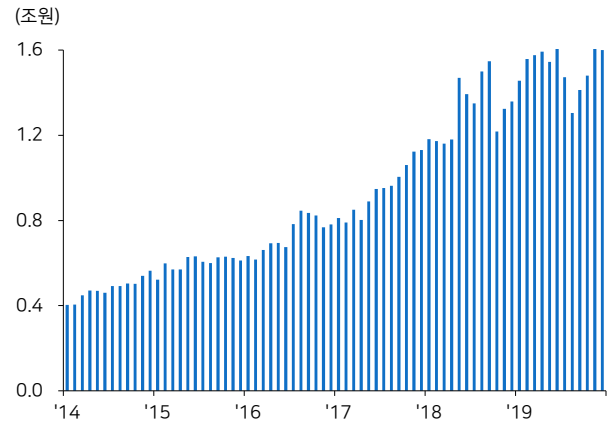
자료: 키움증권, 메리츠증권리서치센터

그림42 Brokerage 약정 MS



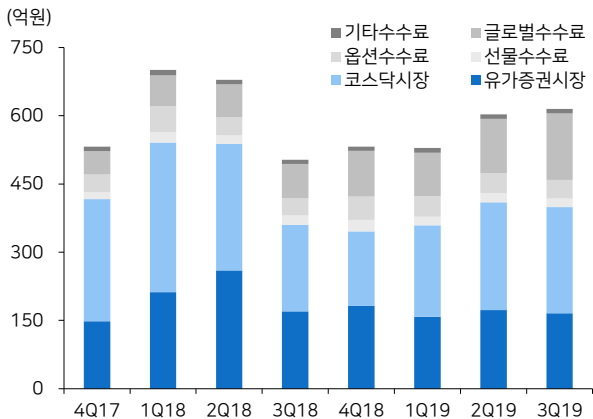
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림43 신용잔고



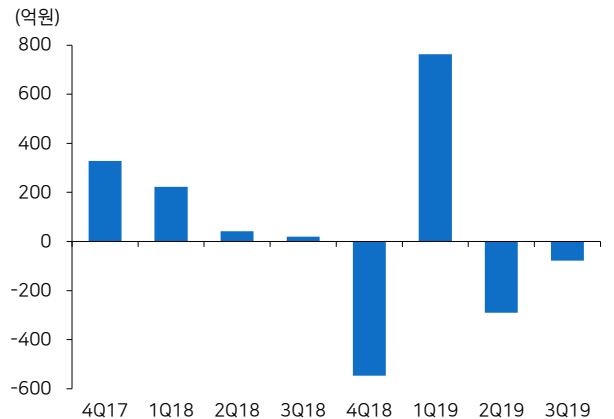
자료: Check, 메리츠증권리서치센터

그림44 위탁매매 수수료 손익



자료: 키움증권, 메리츠증권리서치센터

그림45 PI 손익



자료: 키움증권, 메리츠증권리서치센터

키움증권 (039490)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	589.2	618.1	824.7	799.4	835.5
Brokerage 수익	178.1	243.4	248.9	264.9	279.7
IB 수익	23.7	48.2	62.7	63.4	63.3
금융상품판매수익	2.9	3.2	3.4	3.7	3.9
자산관리수수료	11.5	14.3	13.7	12.5	12.7
기타수수료 수익	92.7	116.7	130.4	128.6	129.2
수수료비용	73.6	102.9	112.0	121.3	128.1
상품운용손익	145.7	7.3	110.8	59.6	72.0
이자손익	183.2	242.5	309.5	334.2	343.3
기타 손익	24.9	45.5	57.2	53.9	59.5
판매관리비	273.3	329.1	365.4	364.3	376.3
영업이익	315.8	289.0	459.3	435.1	459.1
영업외 손익	7.2	-8.0	20.9	6.9	6.5
세전이익	323.1	281.0	480.2	442.0	465.7
법인세비용	81.4	87.8	124.4	118.5	124.8
당기순이익	241.6	193.2	355.9	323.5	340.9
지배주주	240.2	193.2	359.4	328.5	346.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산 총계	11,590.6	18,238.5	23,104.0	24,607.0	26,216.5
현금 및 예치금	3,286.4	5,265.3	4,658.6	3,687.7	1,734.0
유가증권	4,173.4	7,372.5	11,146.8	11,871.9	12,648.4
대출채권	3,032.9	4,324.7	4,859.5	5,175.6	5,514.1
유형자산	158.9	197.1	155.3	155.3	155.3
기타자산	938.9	1,078.9	2,283.9	3,716.5	6,164.6
부채 총계	10,043.4	16,173.6	20,857.6	22,090.9	23,415.5
예수부채	5,035.5	5,303.3	6,127.5	6,632.6	7,179.3
차입부채	2,644.0	3,990.9	4,473.1	4,654.7	4,843.7
발행사채	551.2	2,203.9	2,700.1	2,700.1	2,700.1
기타부채	1,812.7	4,675.5	7,557.0	8,103.6	8,692.4
자본총계	1,547.2	2,064.9	2,246.4	2,516.1	2,801.0
지배주주지분	1,524.6	2,040.7	2,225.0	2,494.7	2,779.6
자본금	110.5	127.0	127.0	127.0	127.0
자본잉여금	191.1	529.8	527.2	527.2	527.2
이익잉여금	1,200.9	1,342.5	1,598.5	1,868.1	2,153.1
기타자본	44.6	65.6	-27.7	-27.7	-27.7

Key Financial Data I

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성					
자산 총계	30.9	57.4	26.7	6.5	6.5
부채 총계	32.0	61.0	29.0	5.9	6.0
예수부채	20.1	5.3	15.5	8.2	8.2
차입부채	49.1	50.9	12.1	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	22.6	33.8	9.0	12.1	11.4
순영업손익	24.4	4.9	33.4	-3.1	4.5
Brokerage	2.7	36.6	2.3	6.4	5.6
순이자손익	32.8	32.3	27.7	8.0	2.7
판관비	12.5	20.4	11.0	-0.3	3.3
영업이익	36.9	-8.5	58.9	-5.3	5.5
당기순이익(지배)	33.5	-19.6	86.0	-8.6	5.4
수익성					
영업이익률	53.6	46.8	55.7	54.4	55.0
판관비율	46.4	53.2	44.3	45.6	45.0

Key Financial Data II

(%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS (원)	10,870	7,609	14,733	13,469	14,190
BPS (원)	68,988	80,363	91,214	102,270	113,951
DPS (원)	1,300	1,046	2,037	1,862	1,962
밸류에이션					
PER (배)	8.1	10.3	5.5	6.0	5.7
PBR (배)	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7
수익성					
ROE (%)	17.2	10.7	16.7	13.9	13.1
ROA (%)	2.3	1.3	1.7	1.4	1.4
배당지표					
배당성향 (%)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
배당수익률 (%)	1.5	1.3	2.5	2.3	2.4
안정성					
순자본비율	481.4	455.4	500.5	604.9	714.4
레버리지비율	749.1	883.3	1,028.5	978.0	936.0

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료 공표일 현재 키움증권의 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

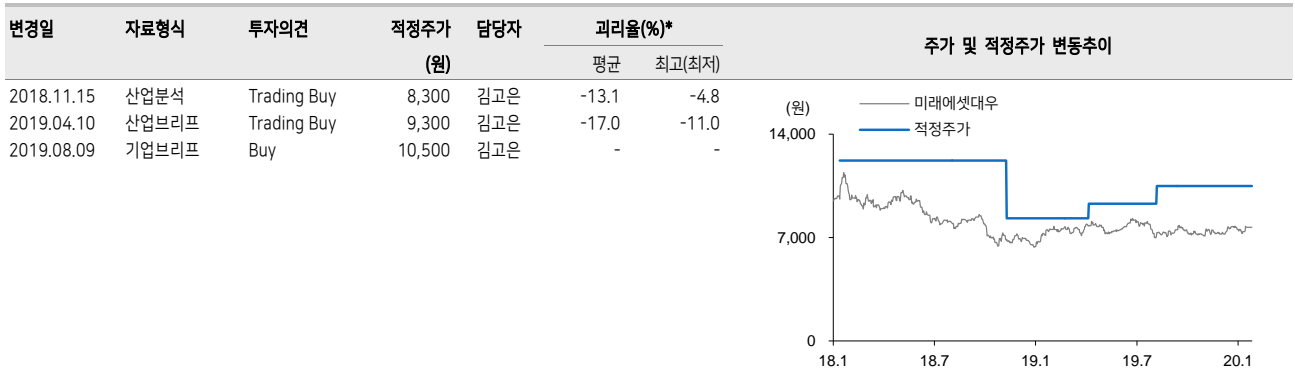
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

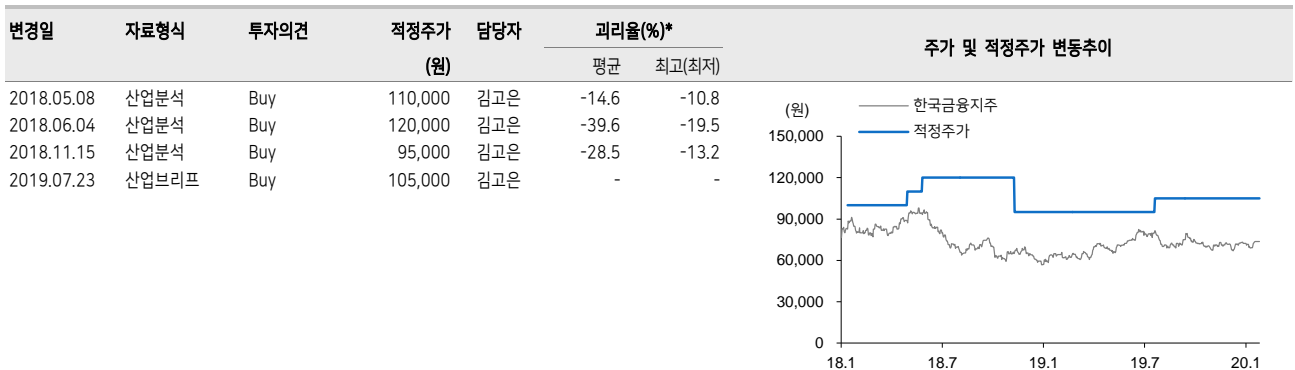
미래에셋대우 (006800) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



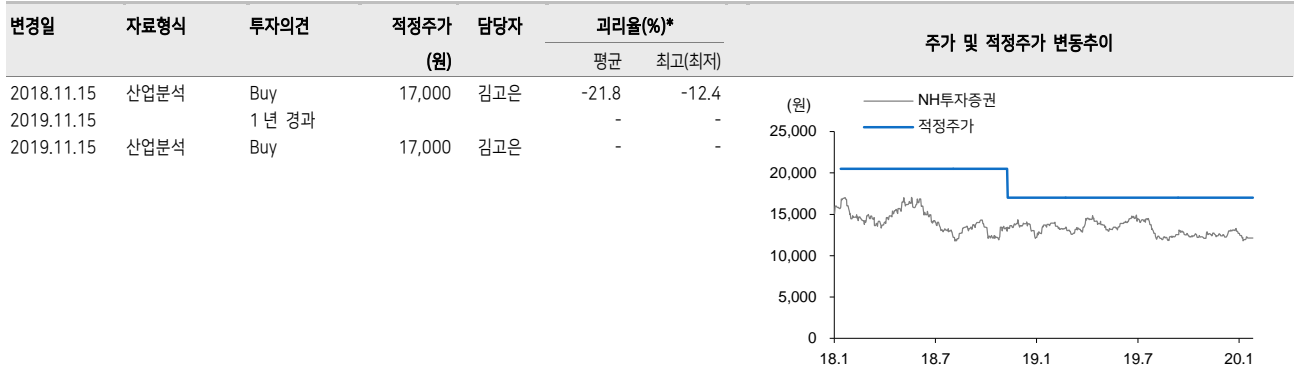
한국금융지주 (071050) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



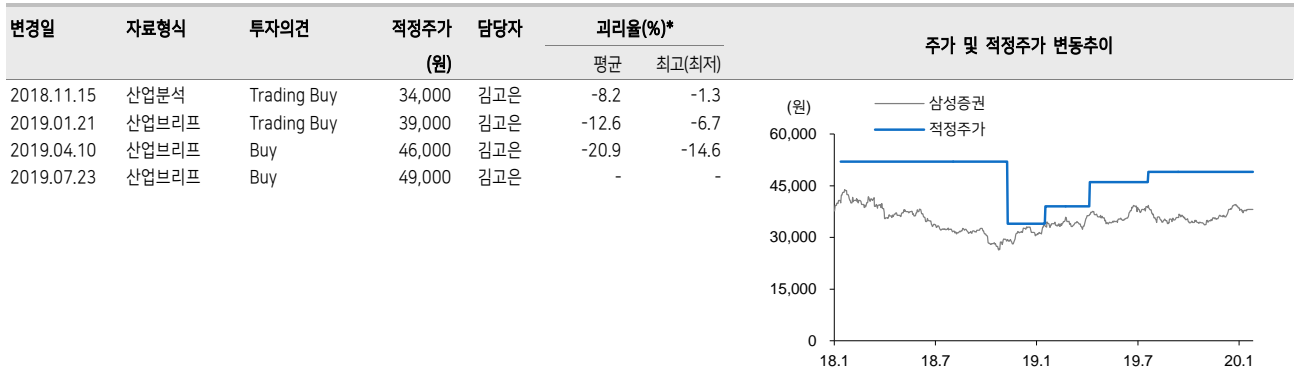
NH투자증권 (005940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



삼성증권 (016360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



키움증권 (039490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

