

2020. 7.24



## ▲ 보험/증권

Analyst 김고은

02. 6454-4871

goenkim@meritz.co.kr

RA 오형근

02. 6454-4885

hg.oh@meritz.co.kr

## Overweight

## Top Pick

종목	투자판단	적정주가
한국금융지주(071050)	Buy	75,000원

## 관심종목

종목	투자판단	적정주가
미래에셋대우(006800)	Buy	9,300원
NH투자증권(005940)	Buy	13,000원
삼성증권(016360)	Buy	38,000원
키움증권(039490)	Buy	112,000원

## 증권

## 금융세제 개편으로 ISA 매력도 높아져

- ✓ 국내 주식 양도세 공제 금액 5,000만원, 손실 공제 기간 5년으로 확대
- ✓ 9.9%로 분리과세 되는 ISA 상품 매력도 높아져 향후 경쟁 치열할 듯
- ✓ 2Q20E 증권사 커버리지 순이익 11,008억원(+2,126.9% QoQ, +60.5% YoY) 추정
- ✓ Top pick 한국금융지주 제시

## 금융세제 개편으로 ISA 상품 매력도 높아져

증권 거래세 인하 시기를 1년 앞당기고 공모 주식형 펀드를 포함하여 5,000만원의 기본 공제를 적용한다. 손실공제 확대를 위해 이월 공제 기간은 3년에서 5년으로 연장할 계획이다. 이와 함께 ISA의 세제 지원 요건이 완화되어 상장 주식이 운용 범위에 포함되었다. 19년말 기준 가입자 208만명에 가입금액 6.3조원으로 인당 평균 300만원 규모의 잔고를 가지고 있으나 늘어날 가능성이 크다. 연간 2천만원, 최대 1억원의 납입이 가능하고 기간간 손익 통산 후 순소득 200만원을 초과하는 금액은 9.9%로 분리과세 되기 때문이다. 금융 세제 개편으로 brokerage 사업의 변화가 예상된다. 기대수익률의 하락은 신용 수요를 둔화시킬 수 있어 신용 마진 추구에서 해외주식 거래로 이동할 전망이다.

## 2Q20E 순이익 1,476억원 전망

증권사 커버리지 기준 2Q20E 순이익은 11,008억원(+2,126.9% QoQ, +60.5% YoY)으로 추정한다. 일평균 거래대금 21조원으로 전분기 대비 45.5% 증가했으며 해외주식 거래대금 증가 추세도 이어지고 있다. 국내외 주식시장 회복되고 금리가 하락하며 운용 손익이 크게 증가했다. Euro stoxx50의 회복으로 6월 이후부터 ELS 조기상환이 나타나고 있으며 하반기 본격화될 전망이다. 최근 문제가 되고 있는 사모펀드 판매액과 관련해 하반기에 총당금 등 나타날 수 있다는 점은 부담으로 남아있다.

## Top Pick: 한국금융지주

증권업 Overweight 의견 유지하고 Top pick으로 한국금융지주를 제시한다. 이미 주식 시장 회복, ELS 조기상환 시작, 국내 기업금융 deal 재개 등 정상화 되고 있다. 1분기 손실로 인해 20년 연간 손익 추정치는 적은 수준이나 연간 두자릿 수의 ROE 실현될 수 있는 이익 체력이 회복되었다. 다각화 되어 있는 자회사 포트폴리오, 최근 문제가 되고 있는 사모펀드 판매 금액이 제한적인 점, 카카오뱅크 보유지분 등을 감안 시 현재 상당한 수준의 discount를 받고 있다고 판단한다.

## 금융세제 개편안 발표로 ISA의 매력 높아져

금융세제 개선안 발표  
기본공제 5,000만원  
손실공제 기간 5년으로 확대

7.22 발표된 세법개정안에서 금융세제 부분이 개선되었다. 증권 거래세 인하 시기를 1년 앞당기고(21년부터 0.02%p, 기존안 22년부터) 공모 주식형 펀드를 포함하여 5,000만원의 기본 공제를 적용한다. 손실공제 확대를 위해 이월 공제 기간은 3년에서 5년으로 연장할 계획이다. 보도자료에 따르면 5,000만원 공제 시 상위 2.5%(약 15만명) 정도다.

기대수익률 변화로  
국내주식 brokerage 시장 영향

공제 한도나 손실 이월 시기가 늘어난 점은 긍정적이나 국내 주식 양도세의 도입이 투자자의 기대수익률을 낮추게 되어 brokerage 사업의 변화가 예상된다. 실제 수익률과 무관하게 위험 자산 투자란 기대수익률에 따라 투자자의 행동이 변화할 수 밖에 없기 때문이다.

신용마진 추구에서  
해외주식 거래로 이동할 전망

지금까지의 brokerage 사업 구조는 국내 주식 수수료를 최소화 혹은 무료로 고객을 유입시킨 후 신용 마진을 추구하는 방향이었으나 기대수익률의 하락으로 신용 자금 수요를 둔화시킬 수 있다. 이를 상쇄하기 위해서는 비교적 수수료가 높은 해외주식 거래가 필요하다고 판단되고(19.2.13 “증권거래세에서 양도세로” 참고) 이와 같은 변화가 최근에 급격히 나타나고 있다.

ISA에 상장 주식 포함되어  
상품 매력도 높아져  
향후 경쟁 추정됨

이와 함께 ISA의 세제 지원 요건이 완화되어 상장 주식이 운용 범위에 포함되었다. 개별 주식 및 주식형 펀드가 양도세의 대상이 되었기 때문에 ISA의 매력도가 높아졌다. 19년말 기준 가입자 208만명에 가입금액 6.3조원으로 인당 평균 300만원 규모의 잔고를 가지고 있으나 늘어날 가능성이 있다. 연간 2천만원, 최대 1억원의 납입이 가능하고 기간간 손익 통산 후 순소득 200만원을 초과하는 금액은 9.9%로 분리과세 되기 때문이다.

표1 금융시장 활성화를 위한 세제 개편

	현행	개정
증권거래세 인하	0.25%	▶ 0.25% → 0.23%('21년) 0.23% → 0.15%('23년)
금융투자 소득세 도입('23년)	이자 · 배당 · 양도 소득에 대해 과세	▶ 손실을 공제한 순수익만 과세 ▶ 손실을 5년 동안 이월하여 공제

자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

표2 개인종합자산관리계좌(ISA) 세제 지원 요건 완화

	현행	개정
가입대상	소득이 있는 자, 농어민	▶ 19세 이상 거주자
자산 운용범위	예 · 적금, 집합투자증권 등	▶ 상장주식 추가
계약기간	5년	▶ 3년 이상의 범위에서 자율
납입한도 이월	허용 X	▶ 전년도 미납분 이월 허용

자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

표3 ISA 주요 개정 내용

현행	개정
<b>◆ 가입대상</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 근로·사업소득자, 농어민</li> <li>▪ 직전 과세기간의 금융소득 종합과세 대상자 제외</li> </ul>	<b>◆ 가입대상 조정</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 가입 시 19세 이상 거주자 (단, 15세 이상은 근로소득 있는 경우)</li> <li>▪ 직전 3개 과세기간 중 1회 이상 금융소득종합과세 대상자 제외</li> </ul>
<b>◆ 납입한도</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 연 2천만원</li> <li>▪ 최대 1억원</li> </ul>	<b>◆ 납입 이월 허용</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1~4년차: (2 × n)천만원</li> <li>▪ 5년차 이후: 1억원</li> </ul>
<b>◆ 적용기한: '21.12.31까지 가입분</b>	<b>◆ 적용기한: 삭제</b>
<b>◆ 운용재산 및 소득계산방법</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 예금, 적금, 집합투자증권 등</li> <li>▪ 합계액 = 소득 - 손실(비과세분 제외) - 보수 및 수수료</li> </ul>	<b>◆ 운용재산에 상장주식 추가 및 주식 양도차손 공제 허용</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>국내상장주식 추가</b></li> <li>▪ 합계액 = 소득 - 손실(비과세분 제외) - <b>주식양도차손</b> - 보수 및 수수료</li> </ul>

자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

표4 금융투자소득의 범위(소득법 §87의7 신설)

현행	개정안
<신설>	<p>□ 금융투자소득의 범위</p> <p>① 주식등의 양도로 발생하는 소득</p> <p>② 채권등의 양도로 발생하는 소득</p> <p>③ 투자계약증권(「자본시장법」 §4⑥)의 양도로 발생하는 소득</p> <p>④ 집합투자기구로부터의 이익</p> <p>- 적격 집합투자기구 분배금 중 원천이 금융투자소득</p> <p>- 집합투자증권의 환매·양도로 발생한 소득</p> <p>* 「부동산투자회사법」 등 특별법에 따른 출자지분 또는 수익권의 환매·양도 포함</p> <p>⑤ 국내·외 파생결합증권(「자본시장법」 §4⑦, ELW 포함)으로 부터의 이익</p> <p>⑥ 파생상품(「자본시장법」 §5)의 거래 등으로 발생하는 소득</p> <p>* 파생상품결합 상품에서 발생하는 이자·배당소득은 현행과 같이 이자·배당소득으로 과세</p>

자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

## 2Q20 증권업 실적 전망

증권사 2Q20E 순이익  
11,008억원 전망

증권사 커버리지(미래에셋대우, 한국금융지주, NH투자증권, 삼성증권, 키움증권) 기준 2Q20E 순이익은 11,008억원(+2126.9% QoQ, +60.5% YoY)으로 추정한다. 일평균 거래대금 21조원으로 전분기 대비 45.5% 증가했으며 해외 주식 거래대금 또한 증가 추세를 이어가고 있다. 국내외 주식시장 회복되고 금리가 하락하며 운용손익 호조 또한 기대된다. Euro stoxx50의 회복으로 6월 이후부터 ELS 조기상환이 나타나고 있으며 하반기 본격화될 전망이다. 최근 문제가 되고 있는 사모펀드 판매액과 관련해 충당금 등 나타날 수 있다는 점은 부담으로 남아있다.

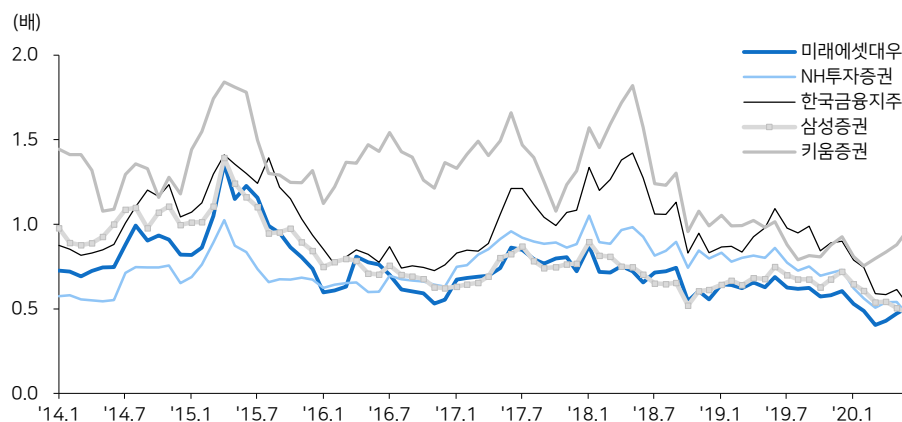
증권업 Overweight 의견 유지하고 Top pick으로 한국금융지주를 제시한다. 이미 주식 시장 회복, ELS 조기상환 시작, 국내 기업금융 deal 재개 등 정상화 되고 있다. 1분기 손실로 인해 20년 연간 손익 추정치는 적은 수준이나 연간 두자릿 수의 ROE 실현될 수 있는 이익 체력이 회복되었다. 다각화 되어 있는 자회사 포트폴리오, 최근 문제가 되고 있는 사모펀드 판매 금액이 제한적인 점, 카카오뱅크 보유지분 등을 감안 시 현재 상당한 수준의 discount를 받고 있다고 판단한다.

표5 커버리지 증권사 2Q20 Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
미래에셋대우	295.3	218.4	35.2	107.8	173.9	171.4	72.3
한국금융지주	270.6	208.2	29.9	-113.4	흑전	185.9	45.5
NH투자증권	183.7	107.3	71.1	32.2	470.8	137.2	33.9
삼성증권	157.6	96.2	63.8	13.4	1,076.0	112.8	39.8
키움증권	193.6	55.5	248.6	9.4	1,949.5	137.1	41.2
합계	1,100.8	685.7	60.5	49.4	2,126.9	744.4	47.9

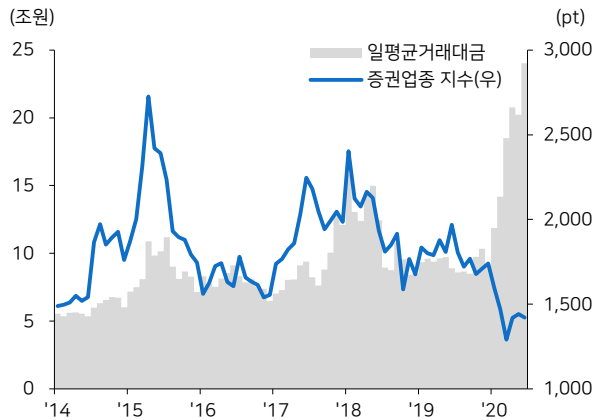
자료: 각 사, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림1 커버리지 증권사 PBR 추이



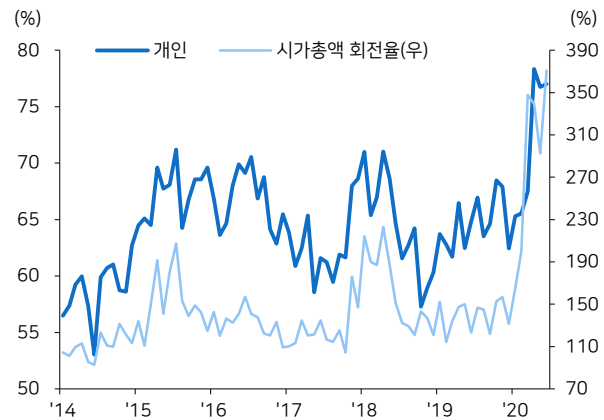
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 일평균 거래대금 및 증권업종 지수



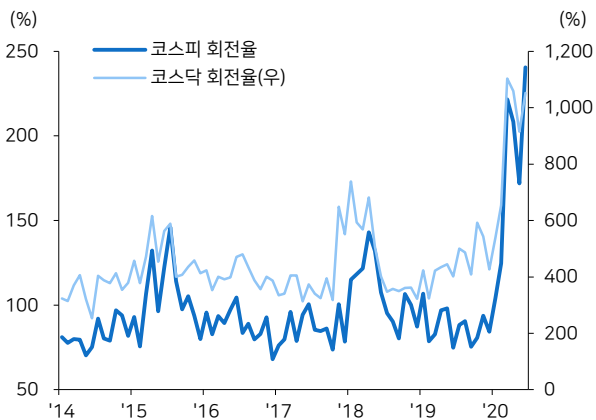
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림3 개인 비중 및 시가총액 회전율



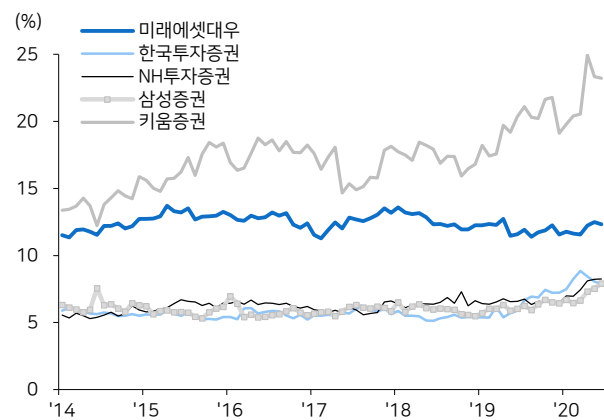
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림4 KOSPI 및 KOSDAQ 회전율



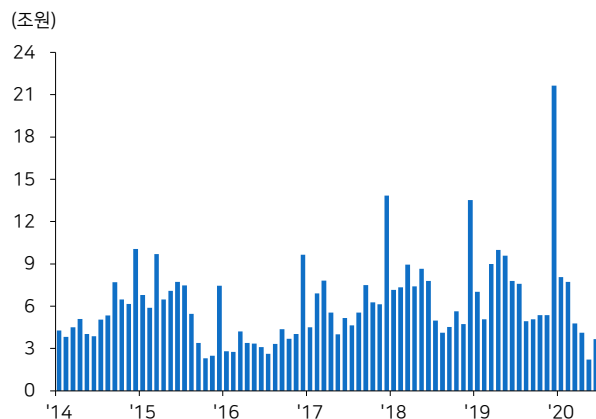
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림5 약정 기준 Brokerage MS



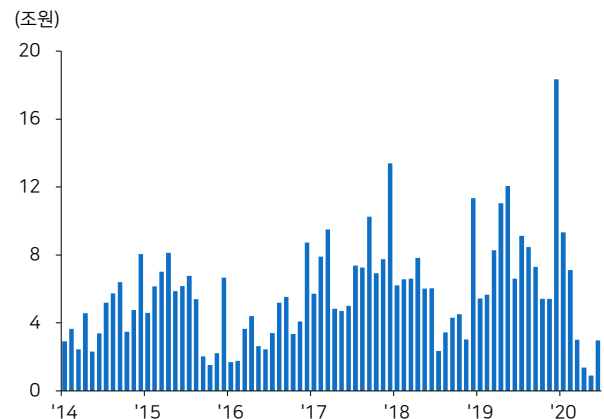
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림6 ELS/ELB 발행실적



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림7 ELS/ELB 상환실적



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

표6 Valuation table

		미래에셋대우	한국금융지주	NH투자증권	삼성증권	키움증권
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
현재가 (7.23) (원)		7,720	51,300	8,800	29,000	97,000
적정주가 (원)		9,300	75,000	13,000	38,000	112,000
상승여력 (%)		20.5	46.2	47.7	31.0	15.5
당기순이익 (십억원)	2018	455.8	529.5	360.9	334.1	193.2
	2019	658.5	859.8	475.5	389.8	362.8
	2020E	627.8	494.3	376.9	380.7	422.5
	2021E	646.8	683.1	419.1	365.9	371.6
ROE (%)	2018	5.8	13.0	7.3	7.4	10.7
	2019	7.6	18.4	9.1	8.1	16.8
	2020E	6.7	9.7	6.8	7.6	17.9
	2021E	6.6	12.4	7.3	7.1	14.0
ROA (%)	2018	0.4	0.9	0.7	0.9	1.3
	2019	0.5	1.4	0.9	0.9	1.7
	2020E	0.5	0.6	0.7	0.7	1.5
	2021E	0.5	0.4	0.7	0.6	1.1
BPS (원)	2018	11,899	73,917	16,863	52,207	80,363
	2019	13,049	85,935	17,974	55,422	89,743
	2020E	14,260	88,843	18,847	56,250	100,001
	2021E	14,960	100,467	19,703	58,643	112,629
EPS (원)	2018	652	9,066	1,206	3,741	7,609
	2019	941	14,723	1,587	4,365	14,574
	2020E	942	8,464	1,258	4,263	16,974
	2021E	971	11,697	1,399	4,098	14,927
PBR (배)	2018	0.55	0.80	0.77	0.60	0.97
	2019	0.58	0.84	0.71	0.70	0.89
	2020E	0.54	0.58	0.47	0.52	0.97
	2021E	0.52	0.51	0.45	0.49	0.86
PER (배)	2018	10.0	6.6	10.8	8.4	10.3
	2019	8.0	4.9	8.0	8.8	5.5
	2020E	8.2	6.1	7.0	6.8	5.7
	2021E	8.0	4.4	6.3	7.1	6.5
DPS (원)	2018	220	1,800	500	1,400	1,500
	2019	260	2,900	500	1,700	2,000
	2020E	264	1,667	523	1,831	2,329
	2021E	272	2,304	550	1,924	2,048
배당수익률 (%)	2018	3.4	3.0	3.8	4.4	1.9
	2019	3.4	4.0	3.9	4.4	2.5
	2020E	3.4	3.2	5.9	6.3	2.4
	2021E	3.5	4.5	6.3	6.6	2.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 한국금융지주 (071050)

Buy, TP 75,000원

2Q20E 지배주주 순이익 2,706억원(흑전 QoQ, +29.9% YoY)으로 추정한다. 주식 시장이 상승하고 금리가 하락하면서 운용 손익이 개선된 점이 실적 호조의 주요 원인이다. 1분기에 나타났던 주요 자회사, 연결 펀드의 손실이 80% 가량 회복되었으며 ELS 헤지 비용이 감소했다. Euro stoxx50 상승으로 6월 이후부터 조기상환 나타나고 있으며 하반기에 본격적인 상환 이익 발생할 전망이다. COVID-19 영향으로 해외 대체 투자 부분은 미진하지만 국내 ECM, DCM 등 big deal이 지속되고 있다. 해외 Brokerage 손익은 연간 100억원에서 분기 100억원으로 증가했다.

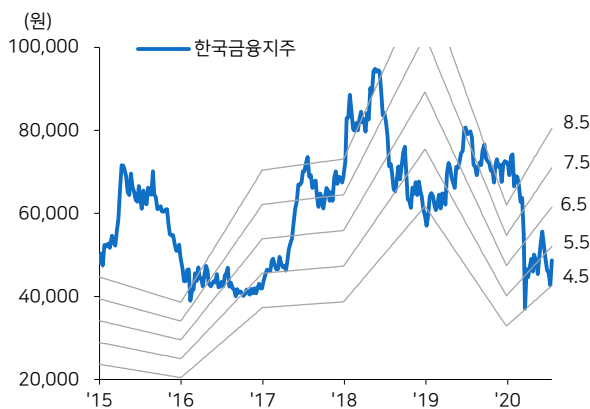
투자의견 Buy 및 적정주가 75,000원을 유지한다. 이미 주식 시장 회복, ELS 조기상환 시작, 국내 기업금융 deal 재개 등 정상화 되고 있다. 1분기 손실로 인해 20년 연간 손익 추정치는 적은 수준이나 연간 두자릿 수의 ROE 실현될 수 있는 이익 체력이 회복되었다. 다각화 되어 있는 자회사 포트폴리오, 최근 문제가 되고 있는 사모펀드 판매 금액이 제한적인 점, 카카오뱅크 보유지분 등을 감안 시 현재 상당한 수준의 discount를 받고 있다고 판단한다. 업종 내 top pick으로 제시한다.

표7 2Q20E Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	564.3	555.4	1.6	-10.8			
영업이익	346.8	271.8	27.6	-167.9	흑전		
당기순이익(한투, 별도)	151.1	175.1	-13.7	-56.1	흑전		
당기순이익(연결, 지배)	270.6	208.2	29.9	-113.4	흑전	185.9	45.5

자료: 한국금융지주, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림8 한국금융지주 PER 밴드



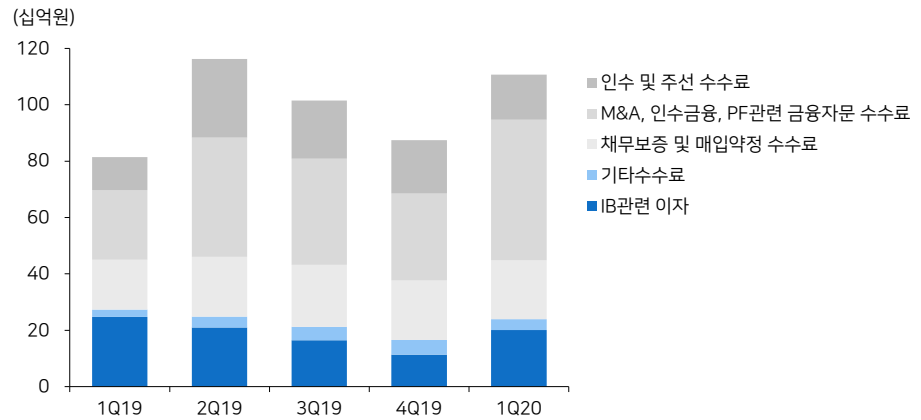
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 한국금융지주 PBR 밴드



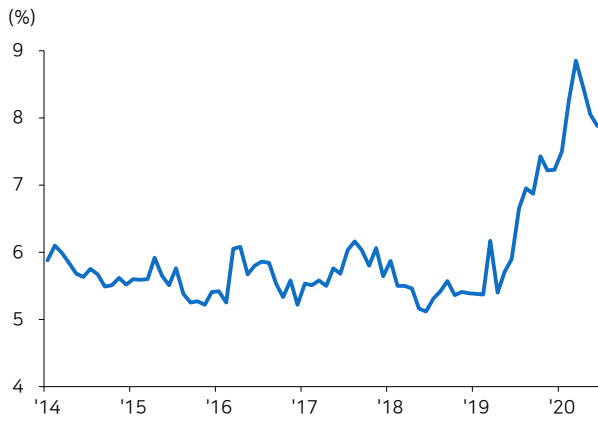
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 사업부문별 IB 수익



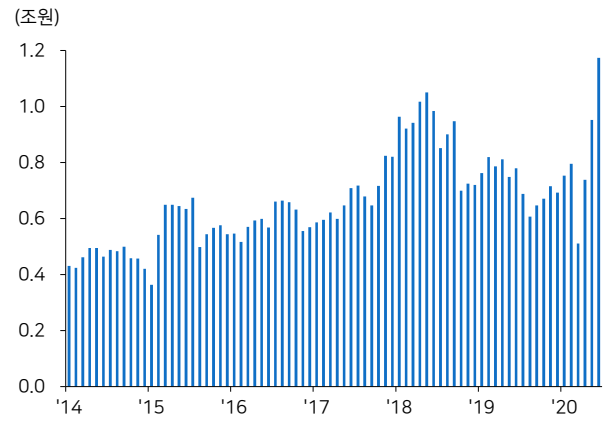
자료: 한국금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림11 Brokerage 약정 MS



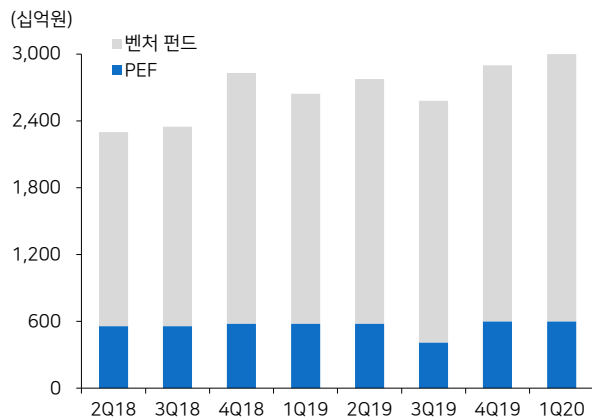
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림12 신용잔고



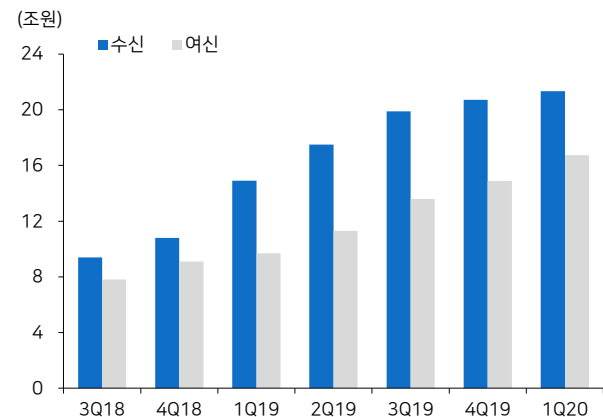
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림13 한국투자파트너스 운용자산



자료: 한국금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림14 한국카카오은행 여·수신



자료: 한국금융지주, 메리츠증권 리서치센터



## 한국금융지주 (071050)

## Income Statement(한국투자증권 별도 기준)

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	1,267.8	1,547.0	1,084.0	1,444.4	1,512.9
Brokerage 수익	290.8	237.4	468.6	339.4	332.9
IB 수익	136.0	214.4	244.3	240.4	239.7
금융상품판매수익	78.7	87.3	79.2	85.0	90.2
자산관리수수료	49.8	44.5	48.4	50.4	52.5
기타수수료 수익	144.7	174.8	182.7	184.0	184.3
수수료비용	121.8	122.3	213.8	154.9	151.9
상품운용손익	150.3	379.7	-140.7	308.1	325.1
이자손익	536.5	537.9	469.8	456.4	505.4
기타 손익	2.8	-6.6	-51.4	-64.4	-65.2
판매관리비	597.1	663.1	571.4	633.8	638.9
영업이익	670.6	883.9	512.6	810.6	874.0
영업외 손익	-11.2	-3.6	-3.4	-4.4	-4.8
세전이익	659.4	880.3	509.1	806.2	869.1
법인세비용	155.9	226.1	134.9	216.1	232.9
당기순이익	503.5	654.1	374.3	590.1	636.2

## Balance Sheet(한국투자증권 별도 기준)

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>자산 총계</b>	<b>44,351.3</b>	<b>51,204.2</b>	<b>41,944.6</b>	<b>44,816.5</b>	<b>47,892.7</b>
현금 및 예치금	8,182.3	6,662.1	2,454.7	2,689.4	2,942.8
유가증권	29,010.0	32,220.0	28,248.3	30,182.4	32,254.2
대출채권	3,691.2	4,239.9	4,149.3	4,433.4	4,737.8
유형자산	294.6	367.7	298.3	298.3	298.3
기타자산	3,173.3	7,714.5	6,793.9	7,213.0	7,659.7
<b>부채 총계</b>	<b>40,000.8</b>	<b>45,927.2</b>	<b>37,466.5</b>	<b>39,748.2</b>	<b>42,188.2</b>
예수부채	3,897.3	3,758.4	4,087.8	4,424.8	4,789.6
차입부채	16,356.1	17,856.1	15,319.4	15,941.4	16,588.7
발행사채	799.0	1,198.2	899.4	899.4	899.4
기타부채	18,948.4	23,114.5	17,159.9	18,482.6	19,910.6
<b>자본총계</b>	<b>4,350.5</b>	<b>5,277.1</b>	<b>4,478.2</b>	<b>5,068.3</b>	<b>5,704.5</b>
자본금	175.7	175.8	175.7	175.7	175.7
자본잉여금	3,052.7	3,829.6	3,052.7	3,052.7	3,052.7
이익잉여금	950.3	1,173.8	1,103.8	1,693.9	2,330.2
기타자본	171.8	97.8	145.9	145.9	145.9

## Financial Statement(한국금융지주 연결 기준)

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업손익	1,541.5	1,868.1	1,399.7	1,737.2	1,846.0
수수료손익	708.2	806.6	926.8	866.5	874.8
이자손익	887.7	822.1	670.1	620.2	689.8
상품운용손익	-95.3	250.7	-227.6	217.6	247.8
판관비	919.1	908.1	812.3	905.0	944.1
영업이익	622.4	960.0	587.4	832.2	901.9
세전이익	739.3	1,080.5	681.0	933.1	998.0
당기순이익	540.6	861.8	493.2	683.1	730.5
지배주주 순이익	529.5	859.8	494.3	683.1	730.5
자산	62,948.0	60,853.8	117,361.7	231,248.2	459,458.3
현금 및 예치금	8,618.7	5,604.8	20,843.1	41,068.9	81,598.3
유가증권	34,068.4	51,607.4	86,988.3	171,400.8	340,549.7
대출채권	17,924.5	2,965.1	8,307.5	16,369.0	32,522.9
부채	58,050.2	55,806.2	112,141.1	225,344.6	452,824.1
자본(지배주주)	4,897.8	5,047.6	5,220.6	5,903.7	6,634.2

## Key Financial Data

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS (원)	9,066	14,723	8,464	11,697	12,510
BPS (원)	73,917	85,935	88,843	100,467	112,899
DPS (원)	1,800	2,900	1,667	2,304	2,464
<b>밸류에이션</b>					
PER (배)	6.6	4.9	6.1	4.4	4.1
PBR (배)	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5
<b>수익성</b>					
ROE (%)	13.0	18.4	9.7	12.4	11.7
ROA (%)	0.9	1.4	0.6	0.4	0.2
<b>배당지표</b>					
배당성향 (%)	17.9	17.8	17.8	17.8	17.8
배당수익률 (%)	3.0	4.0	3.2	4.5	4.8
<b>안정성</b>					
순자본비율	1,016.9	1,260.1	1,104.3	1,365.4	1,647.7
레버리지비율	1,019.5	970.3	936.6	884.3	839.6

## 미래에셋대우 (006800)

Buy, TP 9,300원

2Q20E 지배주주 순이익 2,953억원(+173.9% QoQ, +35.2% YoY)으로 추정한다. 국내 및 해외 Brokerage 수익이 크게 증가하고 주식 시장 상승 및 금리 하락 등 우호적인 운용 환경이 나타난 점이 실적 호조의 주요 원인이다. 특히 해외 주식 Brokerage에 강점이 있는 동사의 경우 관련 수익 비중이 지속적으로 늘어나고 있다. 1분기 8조원 규모의 해외 자산은 2분기 말 11조원 이상까지 증가했다. 호텔 등 관광업 투자가 많아 관련 펀드에서의 배당금이 줄어드는 상황에서도 투자 다각화에 따른 결과로 운용 수익 호조가 이어지고 있다.

투자의견 Buy 유지하고 및 적정주가 9,300원으로 13.4% 상향 조정 한다. 해외 Brokerage 부문 독보적인 경쟁력을 가지고 있으며 국내외 주식시장 회복 및 금리 하락으로 운용 손익 개선되어 20E EPS 30.7%, ROE 1.3%p 상향 조정한다. 최근 문제가 되고 있는 사모펀드에 대해 노출이 제한적인 부분도 긍정적으로 평가한다. 안방보험 관련 소송이 8월 이후에 진행될 예정이나 장기화될 가능성이 크다.

표8 2Q20E Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	755.4	558.5	35.3	443.8	70.2		
영업이익	391.0	261.8	49.3	138.7	182.0	212.2	84.3
당기순이익	296.7	219.4	35.2	107.1	177.0	171.5	73.0
당기순이익(지배)	295.3	218.4	35.2	107.8	173.9	171.4	72.3

자료: 미래에셋대우, Wisedfn, 메리츠증권 리서치센터

표9 Valuation table

적정주가	9,300원
이론주가	9,355원
2020년 BPS	14,260원
적정 PBR	0.55배
PBR Premium	20%
이론 PBR	0.55배
2020년 ROE	6.7%
Growth rate	1.0%
Cost of Equity	11.5%
Beta	1.30
Risk Free Rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표10 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	504.5	607.4	627.8	646.8	24.4	6.5
EPS (원)	721	868	942	971	30.7	11.9
BPS (원)	13,457	14,086	14,260	14,960	6.0	6.2
ROE (%)	5.4	6.3	6.7	6.6	1.3	0.3

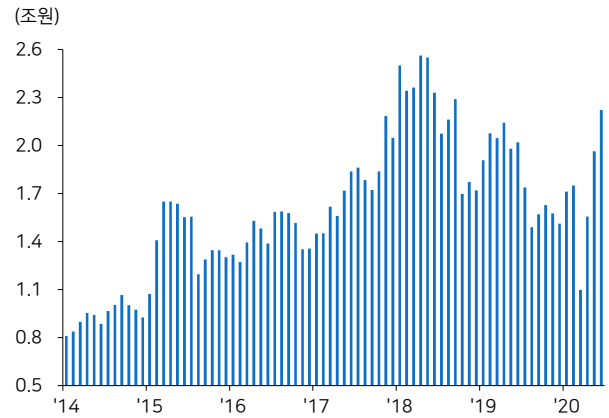
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 Brokerage 약정 MS



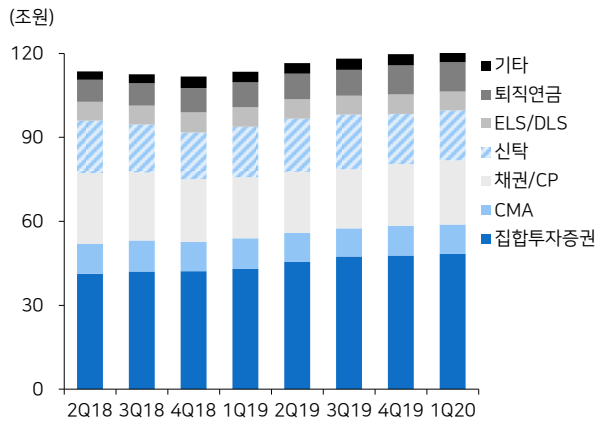
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림16 신용잔고



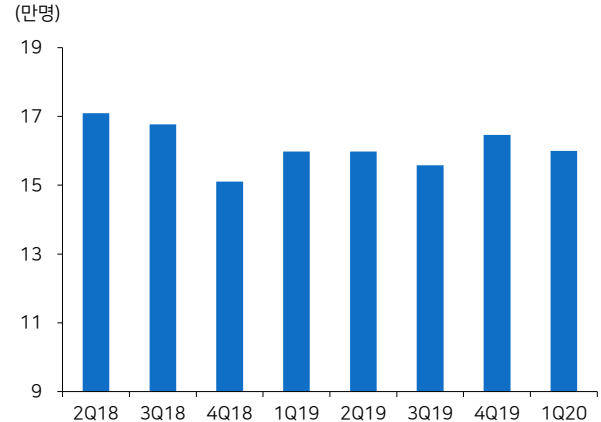
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림17 WM잔고



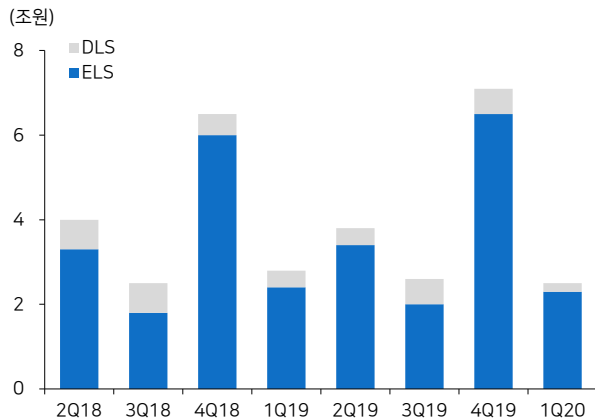
자료: 미래에셋대우, 메리츠증권 리서치센터

그림18 1억원 이상 고객 수



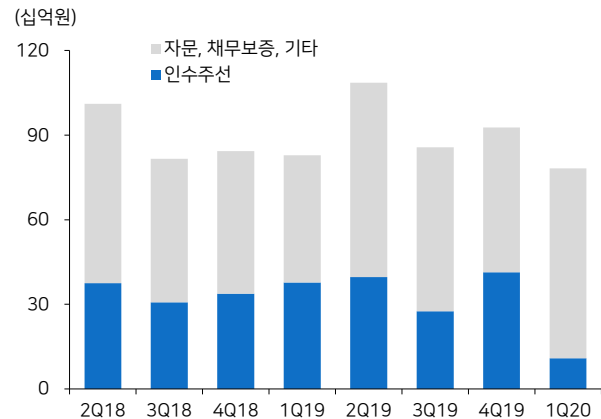
자료: 미래에셋대우, 메리츠증권 리서치센터

그림19 파생결합상품 발행실적



자료: 미래에셋대우, 메리츠증권 리서치센터

그림20 IB 수익



자료: 미래에셋대우, 메리츠증권 리서치센터

## 미래에셋대우 (006800)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업이익	1,627.5	1,978.8	2,098.9	2,119.0	2,187.1
Brokerage 수익	504.4	395.4	783.2	575.7	564.4
IB 수익	120.9	144.2	90.6	116.1	112.7
금융상품판매수익	86.2	79.8	85.6	91.8	97.4
자산관리수수료	87.4	86.6	94.6	98.4	102.4
기타수수료 수익	268.0	293.0	304.0	318.9	319.8
수수료비용	204.0	229.5	365.2	280.0	273.1
상품운용손익	7.8	527.1	431.1	368.4	366.1
이자손익	648.1	557.2	494.2	653.0	721.0
기타 손익	108.6	125.0	180.8	176.6	176.3
판매관리비	1,115.9	1,251.5	1,293.4	1,309.0	1,314.5
영업이익	511.6	727.2	805.5	810.0	872.6
영업외 손익	72.7	165.8	57.7	74.7	84.5
세전이익	584.3	893.0	863.2	884.6	957.2
법인세비용	123.0	229.3	234.5	237.1	256.5
당기순이익	461.2	663.7	628.7	647.5	700.7
지배주주	455.8	658.5	627.8	646.8	699.8

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>자산 총계</b>	<b>117,794.4</b>	<b>133,193.8</b>	<b>123,627.6</b>	<b>129,645.1</b>	<b>136,025.7</b>
현금 및 예치금	7,965.7	7,711.2	12,552.9	13,404.6	14,318.6
유가증권	43,200.3	50,462.0	53,152.5	55,739.6	58,482.9
대출채권	54,694.9	64,755.5	40,146.3	42,100.4	44,172.4
유형자산	1,318.3	2,622.7	2,714.4	2,714.4	2,714.4
기타자산	10,615.1	7,642.3	15,061.6	15,686.0	16,337.4
<b>부채 총계</b>	<b>109,442.8</b>	<b>124,000.7</b>	<b>114,064.7</b>	<b>119,616.0</b>	<b>125,492.2</b>
예수부채	5,465.3	5,955.6	9,426.8	10,203.9	11,045.0
차입부채	72,376.3	86,496.9	61,933.0	64,447.7	67,064.5
발행사채	3,945.1	6,215.2	7,093.2	7,093.2	7,093.2
기타부채	27,656.2	25,332.9	35,611.8	37,871.2	40,289.5
<b>자본총계</b>	<b>8,351.6</b>	<b>9,193.1</b>	<b>9,562.9</b>	<b>10,029.1</b>	<b>10,533.5</b>
지배주주지분	8,312.8	9,127.3	9,500.0	9,966.2	10,470.6
자본금	4,102.0	4,102.0	4,102.0	4,102.0	4,102.0
자본잉여금	2,153.9	2,157.2	2,158.5	2,158.5	2,158.5
이익잉여금	2,249.3	2,754.7	3,026.5	3,492.6	3,997.1
기타자본	-192.5	113.4	213.1	213.1	213.1

## Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성</b>					
자산 총계	30.0	13.1	-7.2	4.9	4.9
부채 총계	31.5	13.3	-8.0	4.9	4.9
예수부채	6.8	9.0	58.3	8.2	8.2
차입부채	46.5	19.5	-28.4	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	13.0	9.8	4.1	4.9	5.1
순영업이익	-4.9	21.6	6.1	1.0	3.2
Brokerage	16.7	-21.6	98.1	-26.5	-2.0
순이자손익	13.4	-14.0	-11.3	32.1	10.4
판관비	2.9	12.2	3.3	1.2	0.4
영업이익	-18.5	42.2	10.8	0.6	7.7
당기순이익(지배)	-9.4	44.5	-4.7	3.0	8.2
<b>수익성</b>					
영업이익률	68.6	63.2	38.4	38.2	39.9
판관비율	30.0	13.1	61.6	61.8	60.1

## Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS (원)	652	941	942	971	1,050
BPS (원)	11,899	13,049	14,260	14,960	15,717
DPS (원)	220	260	264	272	294
<b>밸류에이션</b>					
PER (배)	10.0	8.0	8.2	8.0	7.3
PBR (배)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
<b>수익성</b>					
ROE (%)	5.8	7.6	6.7	6.6	6.8
ROA (%)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>배당지표</b>					
배당성향 (%)	26.5	21.7	21.7	21.7	21.7
배당수익률 (%)	3.4	3.4	3.4	3.5	3.8
<b>안정성</b>					
순자본비율	1,639.6	1,728.1	2,391.8	2,508.7	2,638.1
레버리지비율	727.2	711.2	634.6	634.6	633.9

## NH투자증권 (005940)

Buy, TP 13,000원

2Q20E 순이익 1,837억원(+470.8% QoQ, +71.1% YoY)으로 추정한다. 거래대금 증가로 인한 브로커리지 수익증가, 주식시장 상승 및 금리 하락으로 인한 운용손익 개선이 실적 호조의 주요 원인이다. Euro stox50 지수 상승해 ELS 조기상환 규모 또한 늘어났을 전망이다. 기업금융 부분 해외 deal은 진행이 어려우나 국내 부문은 일부 회복하는 모습 나타나고 있다. 다만, 옵티머스 자산운용 관련 사모펀드 판매에 대해 향후 충당금 설정 등이 발생할 가능성이 있다는 점이 부담이다.

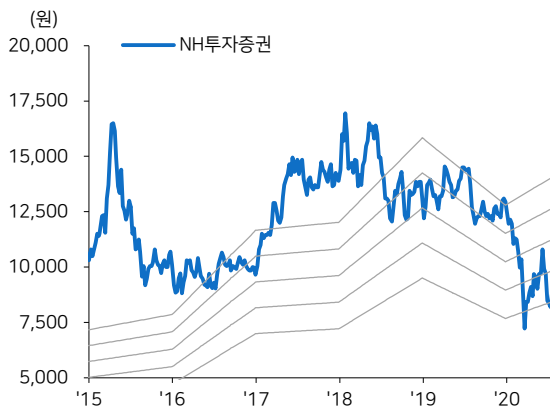
투자의견 Buy 및 적정주가 13,000원을 유지한다. 주식시장이 반등 하고 거래대금이 크게 증가하여 리테일 및 운용 환경이 우호적이다. 다만, 동사의 경우 상당한 규모의 사모펀드 판매 이슈가 있어 하반기 이에 따른 이슈가 해소되는 것이 주가 상승의 주요 모멘텀이 될 전망이다. 최근 정책 당국이 발표한 자산유동화 제도 종합 개선 방안에 대해서는 기업 네트워크 및 리스크 관리 능력이 있는 동사의 기업금융 수익이 한 단계 도약하는 기반이 될 수 있다.

표11 2Q20E Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	476.6	353.2	34.9	248.4	91.9		
영업이익	249.2	152.6	63.4	53.8	363.2	200.4	24.4
당기순이익	182.7	107.6	69.8	31.1	487.6	150.7	21.2
당기순이익(지배)	183.7	107.3	71.1	32.2	470.8	137.2	33.9

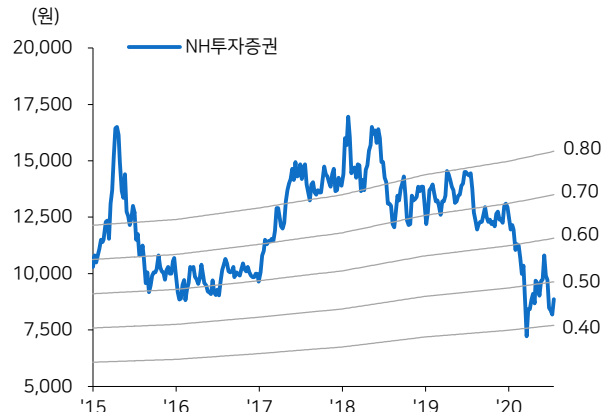
자료: NH투자증권, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림21 NH투자증권 PER 밴드



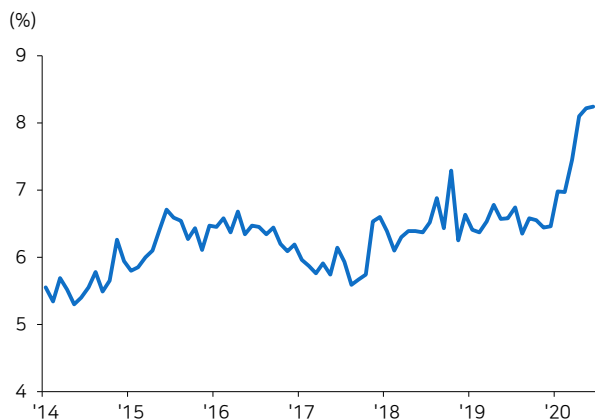
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림22 NH투자증권 PBR 밴드



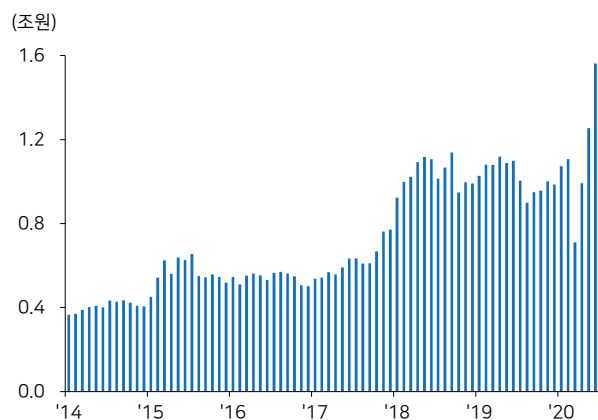
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림23 Brokerage 약정 MS



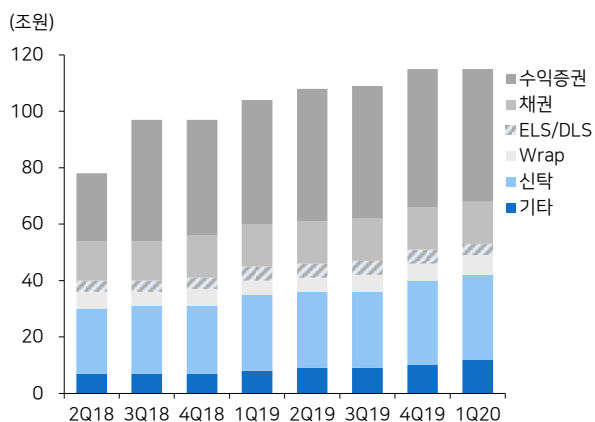
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림24 신용잔고



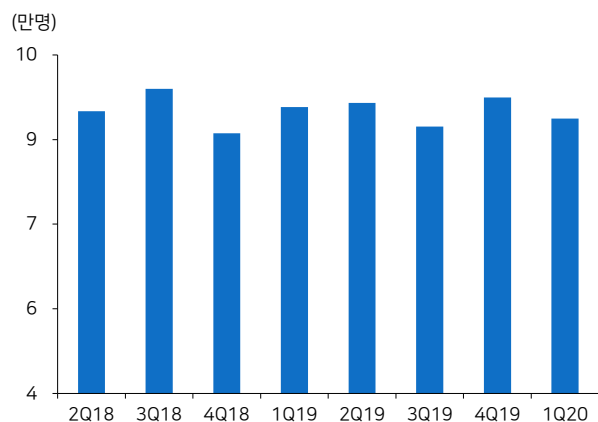
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림25 WM잔고



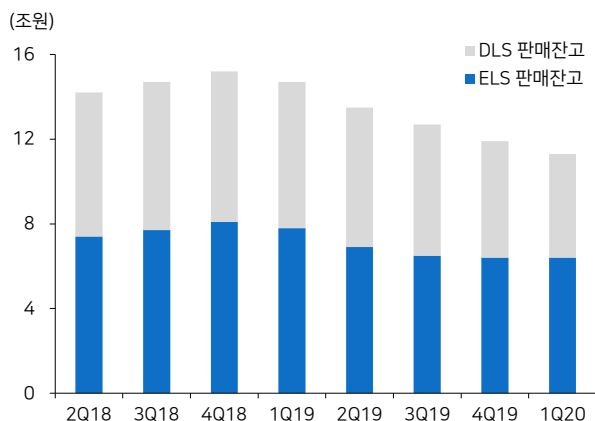
자료: NH투자증권, 메리츠증권 리서치센터

그림26 1억원 이상 고객 수



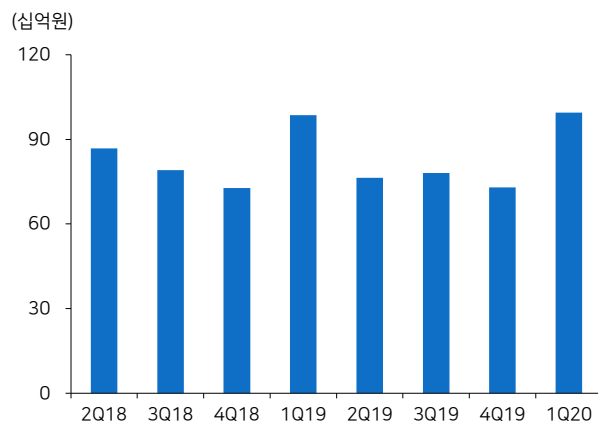
자료: NH투자증권, 메리츠증권 리서치센터

그림27 파생결합상품 잔고



자료: NH투자증권, 메리츠증권 리서치센터

그림28 IB관련 수익



자료: NH투자증권, 메리츠증권 리서치센터

## NH 투자증권 (005940)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	1,231.6	1,387.3	1,349.9	1,419.0	1,440.5
Brokerage 수익	395.0	303.5	674.1	505.6	496.4
IB 수익	111.1	158.5	138.4	130.1	128.8
금융상품판매수익	51.2	44.2	46.0	49.4	52.4
자산관리수수료	32.0	37.5	40.2	41.9	43.6
기타수수료 수익	189.6	246.0	215.8	210.3	209.3
수수료비용	139.6	191.5	249.3	186.4	182.8
상품운용손익	-21.5	249.3	-75.7	57.4	59.4
이자손익	639.3	635.0	631.3	638.5	663.4
기타 손익	-25.4	-95.2	-71.0	-27.7	-30.0
판매관리비	691.5	811.9	828.1	855.2	859.3
영업이익	540.1	575.4	521.8	563.8	581.2
영업외 손익	-35.4	57.8	-12.3	2.3	11.7
세전이익	504.8	633.2	509.5	566.1	592.9
법인세비용	143.3	156.8	136.0	151.7	158.9
당기순이익	361.5	476.4	373.5	414.4	434.0
지배주주	360.9	475.5	376.9	419.1	438.8

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산 총계	53,422.6	50,075.1	60,634.1	64,031.4	67,654.5
현금 및 예치금	7,228.1	5,961.6	7,289.7	5,839.0	3,814.2
유가증권	38,429.1	35,170.2	38,628.2	40,792.6	43,100.8
대출채권	5,403.8	6,304.3	5,542.5	5,853.1	6,184.3
유형자산	347.9	181.8	176.5	173.5	170.7
기타자산	2,013.5	2,457.1	8,997.1	11,373.2	14,384.6
부채 총계	48,368.8	44,683.0	54,982.3	58,123.1	61,478.0
예수부채	4,045.4	4,338.3	5,722.8	6,194.6	6,705.2
차입부채	15,607.4	17,552.7	18,615.2	19,371.1	20,157.6
발행사채	3,825.7	2,669.9	3,502.6	3,502.6	3,502.6
기타부채	24,890.2	20,122.0	27,141.7	29,054.8	31,112.5
자본총계	5,053.8	5,392.1	5,651.7	5,908.3	6,176.6
지배주주지분	5,047.6	5,385.1	5,646.4	5,903.0	6,171.2
자본금	1,531.3	1,531.3	1,531.3	1,531.3	1,531.3
자본잉여금	1,537.3	1,536.9	1,536.9	1,536.9	1,536.9
이익잉여금	1,832.5	2,157.4	2,378.2	2,634.8	2,903.0
기타자본	146.6	159.5	200.0	200.0	200.0

## Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성					
자산 총계	21.7	-6.3	21.1	5.6	5.7
부채 총계	23.8	-7.6	23.0	5.7	5.8
예수부채	31.3	7.2	31.9	8.2	8.2
차입부채	4.1	12.5	6.1	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	4.5	6.7	4.9	4.5	4.5
순영업손익	5.4	12.6	-2.7	5.1	1.5
Brokerage	18.1	-23.2	122.1	-25.0	-1.8
순이자손익	9.6	-0.7	-0.6	1.1	3.9
판관비	-2.5	17.4	2.0	3.3	0.5
영업이익	17.6	6.5	-9.3	8.0	3.1
당기순이익(지배)	3.1	31.8	-20.7	11.2	4.7
수익성					
영업이익률	43.9	41.5	38.7	39.7	40.3
판관비율	56.1	58.5	61.3	60.3	59.7

## Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표					
EPS (원)	1,206	1,587	1,258	1,399	1,465
BPS (원)	16,863	17,974	18,847	19,703	20,598
DPS (원)	500	500	523	550	564
밸류에이션					
PER (배)	10.8	8.0	7.0	6.3	6.0
PBR (배)	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4
수익성					
ROE (%)	7.3	9.1	6.8	7.3	7.3
ROA (%)	0.7	0.9	0.7	0.7	0.7
배당지표					
배당성향 (%)	38.9	29.5	39.0	36.9	36.1
배당수익률 (%)	3.8	3.9	5.9	6.3	6.4
안정성					
순자본비율	1,365.2	1,307.7	1,072.1	920.9	748.2
레버리지비율	944.2	829.5	958.3	968.0	978.4

## 삼성증권 (016360)

Buy, TP 38,000원

2Q20E 순이익 1,576억원(+1,076.0% QoQ, +63.8% YoY)으로 추정한다. 고액 자산가 기반이 좋은 동사의 국내 및 해외 brokerage 수익이 크게 증가했다. 약정 금액 기준으로 타사의 해외 주식 brokerage MS가 상승하고 있으나 고액자산가의 오프라인 계좌 거래 비중이 높은 동사의 특성상 해외 주식 수수료 기준 MS의 격차는 유지되고 있다. 리테일 비중이 높은 동사의 특성에도 최근 문제시 되고 있는 사모 펀드 판매가 없어 금융상품 판매 부분의 리스크 관리 능력이 높게 평가된다. ELS 관련 헤지 비용이 감소하고 금리 하락으로 채권평가이익이 기대된다. 하반기 부터는 본격적인 ELS 조기 상환 나타날 전망이다.

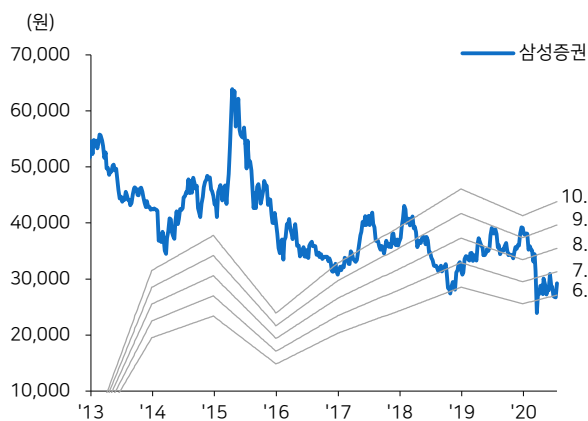
투자의견을 Buy 및 적정주가 38,000을 유지한다. 보수적인 운용 기조 및 판매 기조 가져가고 있어 비교적 제한적인 변동성이 나타나고 있다. 리테일 비중이 높은 동사의 수익 구조상 최근의 거래대금 확대에 따른 영향이 긍정적이다. 또한 사모 펀드 관련 이슈가 없어 불완전 판매 등으로 인한 부담이 없다. 2분기 이후 회복된 주식 시장으로 안정적인 이익 시현이 예상되고 배당 성향을 점차 늘려가고 있어 높은 수준의 시가배당수익률이 예상된다.

표12 2Q20E Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	447.9	306.7	46.0	181.1	147.3		
영업이익	220.5	134.0	64.6	22.0	903.5	155.2	42.1
당기순이익	162.6	96.2	68.9	15.4	955.5	120.3	35.1
당기순이익(지배)	157.6	96.2	63.8	13.4	1,076.0	112.8	39.8

자료: 삼성증권, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림29 삼성증권 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

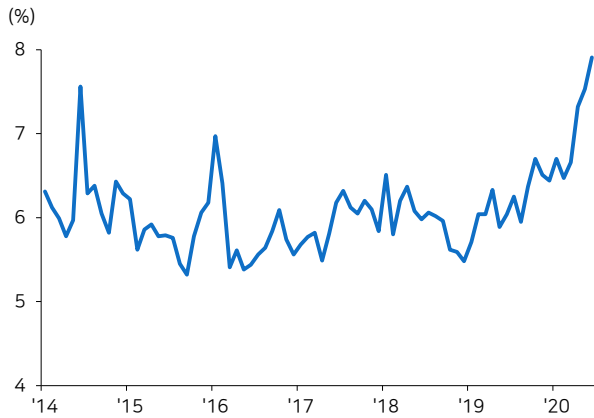
그림30 삼성증권 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

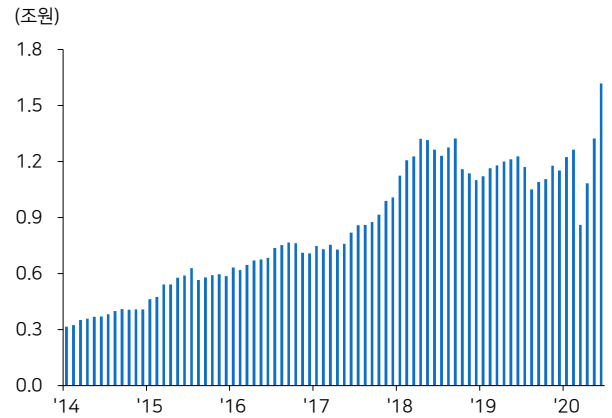


그림31 Brokerage 약정 MS



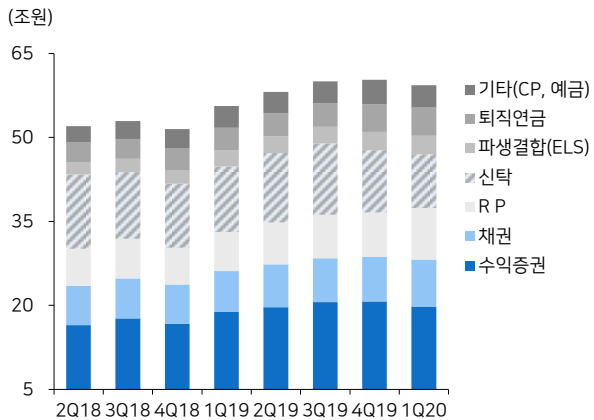
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림32 신용잔고



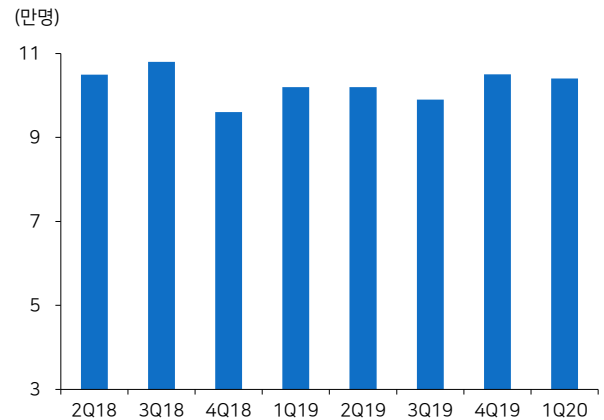
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림33 WM 잔고



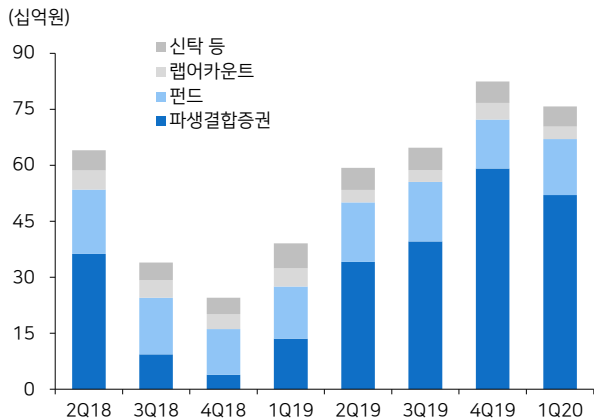
자료: 삼성증권, 메리츠증권 리서치센터

그림34 1억원 이상 고객 수



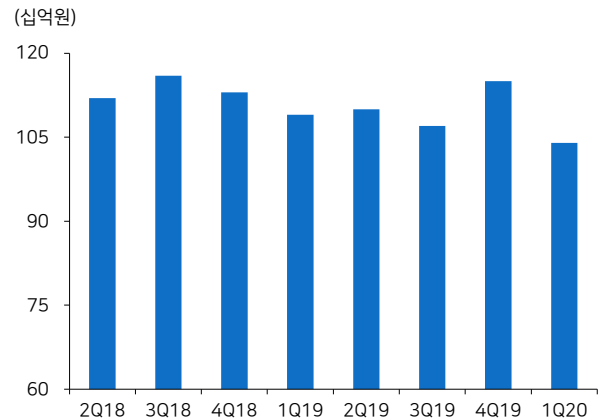
자료: 삼성증권, 메리츠증권 리서치센터

그림35 금융상품 판매수익



자료: 삼성증권, 메리츠증권 리서치센터

그림36 개인고객자산 잔고



자료: 삼성증권, 메리츠증권 리서치센터

## 삼성증권 (016360)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업이익	1,134.2	1,221.7	1,348.1	1,338.5	1,353.1
Brokerage 수익	409.4	327.1	790.7	580.2	562.0
IB 수익	65.2	91.4	77.4	95.1	100.3
금융상품판매수익	62.2	58.9	63.5	68.0	72.2
자산관리수수료	42.1	42.3	37.3	38.8	40.4
기타수수료 수익	103.2	119.5	98.5	90.2	88.8
수수료비용	115.4	123.2	236.7	177.3	174.0
상품운용손익	106.2	202.1	-83.4	41.8	44.3
이자손익	469.7	508.1	582.9	589.4	607.8
기타 손익	-8.5	-3.0	18.0	12.2	11.3
판매관리비	676.1	704.2	808.3	815.0	817.5
영업이익	458.1	517.5	539.8	523.4	535.7
영업외 손익	3.3	5.2	2.9	3.2	3.2
세전이익	461.4	522.6	542.7	526.6	538.9
법인세비용	127.3	130.9	146.4	141.1	144.4
당기순이익	334.1	391.8	396.4	385.5	394.5
지배주주	334.1	389.8	380.7	365.9	375.0

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>자산 총계</b>	<b>38,330.6</b>	<b>44,839.3</b>	<b>58,168.7</b>	<b>61,582.5</b>	<b>65,397.0</b>
현금 및 예치금	5,253.7	4,403.7	5,156.9	4,156.3	2,802.8
유가증권	25,707.0	31,679.9	38,333.4	40,583.1	43,096.8
대출채권	5,206.5	6,302.9	7,844.8	8,305.2	8,819.7
유형자산	44.5	86.7	78.0	78.0	78.0
기타자산	2,118.9	2,366.1	6,755.5	8,459.9	10,599.6
<b>부채 총계</b>	<b>33,668.5</b>	<b>39,890.0</b>	<b>53,145.6</b>	<b>56,345.7</b>	<b>59,765.7</b>
예수부채	5,836.0	7,040.5	11,510.6	12,459.5	13,486.5
차입부채	13,476.4	17,430.1	20,014.4	20,827.1	21,672.8
발행사채	669.0	739.5	1,198.1	1,198.1	1,198.1
기타부채	13,687.2	14,679.9	20,422.5	21,861.1	23,408.4
<b>자본총계</b>	<b>4,662.1</b>	<b>4,949.2</b>	<b>5,023.1</b>	<b>5,236.8</b>	<b>5,631.3</b>
지배주주지분	4,662.1	4,949.2	5,023.1	5,236.8	5,631.3
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	2,357.8	2,624.4	2,705.5	2,919.2	3,313.7
기타자본	102.4	122.9	115.7	115.7	115.7

## Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성</b>					
자산 총계	1.0	17.0	29.7	5.9	6.2
부채 총계	0.4	18.5	33.2	6.0	6.1
예수부채	3.7	20.6	63.5	8.2	8.2
차입부채	-7.1	29.3	14.8	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	5.7	6.2	1.5	4.3	7.5
순영업이익	17.3	7.7	10.3	-0.7	1.1
Brokerage	11.2	-20.1	141.8	-26.6	-3.1
순이자손익	7.6	8.2	14.7	1.1	3.1
판매관비	11.4	4.2	14.8	0.8	0.3
영업이익	27.2	13.0	4.3	-3.0	2.3
당기순이익(지배)	23.1	16.7	-2.3	-3.9	2.5
<b>수익성</b>					
영업이익률	40.4	42.4	40.0	39.1	39.6
판매비율	59.6	57.6	60.0	60.9	60.4

## Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS (원)	3,741	4,365	4,263	4,098	4,199
BPS (원)	52,207	55,422	56,250	58,643	63,060
DPS (원)	1,400	1,700	1,831	1,924	2,139
<b>밸류에이션</b>					
PER (배)	8.4	8.8	6.8	7.1	6.9
PBR (배)	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
<b>수익성</b>					
ROE (%)	7.4	8.1	7.6	7.1	6.9
ROA (%)	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
<b>배당지표</b>					
배당성향 (%)	37.4	38.9	42.9	46.9	50.9
배당수익률 (%)	4.4	4.4	6.3	6.6	7.4
<b>안정성</b>					
순자본비율	1,248.1	1,114.3	781.4	782.4	869.6
레버리지비율	697.0	768.0	981.7	996.9	984.5

## 키움증권 (039490)

Buy, TP 112,000원

2Q20E 지배주주 순이익 1,936억원(+1,949.5% QoQ, +248.6% YoY)으로 추정한다. 일평균 거래대금 21.8조원으로 전분기 대비 45.5%, 개인 거래 비중 77.4%로 전분기 대비 11.0%p 증가하며 동사의 Brokerage MS가 23.8%까지 확대되었다. 해외주식 거래대금도 급격히 증가해 약정 기준 2위 수준까지 증가했다. 주식 시장에 노출이 되어 있는 PI 부문 역시 실적 호조가 예상된다. 최근 사모펀드 판매로 인한 이슈가 있으나 문제가 되고 있는 레버리지 상품은 판매하지 않았고 대부분 기관에 판매되어 부담은 제한적이라고 판단된다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 112,000원으로 9.8% 상향 조정 한다. 시장 고객예탁금, 월평균 거래대금, 해외주식 거래대금이 사상 최대 수준으로 증가하는 등 호황이 지속되고 있어 20E EPS 14.6%, ROE 2.0%p 상향 조정했다. 국내 주식 양도세 도입은 신용 이자 수익 위주의 수익 구조를 가져가는데 부담이다. 기대수익률이 하락하기 때문이다. 다만, 해외주식 거래 증가하고 있어 수익 구조 변화 나타나고 있는 점 긍정적이다.

표13 2Q20E Preview

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	391.0	160.7	143.4	112.6	247.4		
영업이익	269.3	65.3	312.4	10.3	2,502.8	185.7	45.0
당기순이익	198.1	53.1	272.9	6.7	2,860.8	152.0	30.3
당기순이익(지배)	193.6	55.5	248.6	9.4	1,949.5	137.1	41.2

자료: 키움증권, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표14 Valuation table

적정주가	112,000원
이론주가	112,436원
2020년 BPS	100,001원
적정 PBR	1.12배
PBR Premium	0%
이론 PBR	1.12배
2020년 ROE	17.9%
Growth rate	1.0%
Cost of Equity	16.0%
Beta	1.85
Risk Free Rate	1.1%
Risk Premium	8.0%

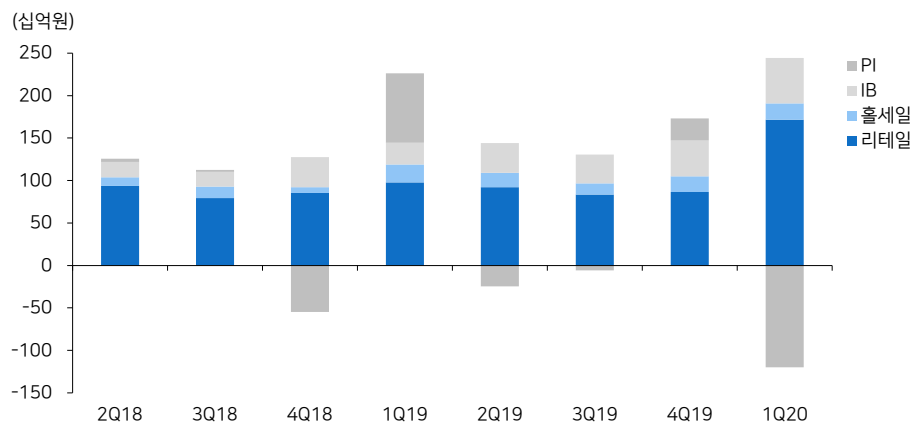
자료: 메리츠증권 리서치센터

표15 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	368.8	362.1	422.5	371.6	14.6	2.6
EPS (원)	14,816	14,547	16,974	14,927	14.6	2.6
BPS (원)	96,566	106,962	100,001	112,629	3.6	5.3
ROE (%)	15.9	14.3	17.9	14.0	2.0	-0.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림37 사업부문별 영업수지



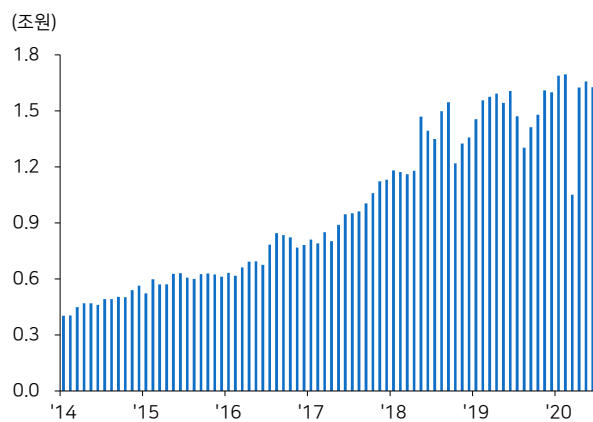
자료: 키움증권, 메리츠증권 리서치센터

그림38 Brokerage 약정 MS



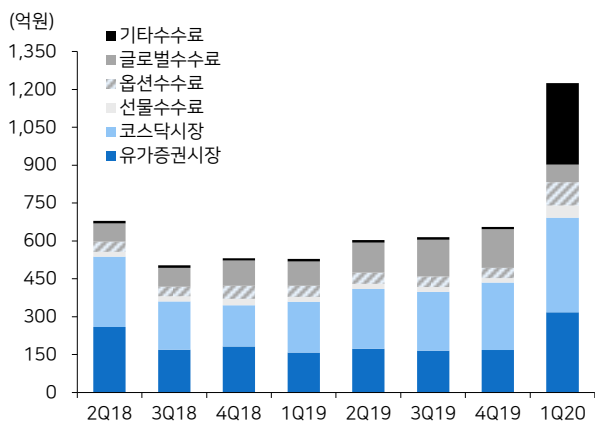
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림39 신용잔고



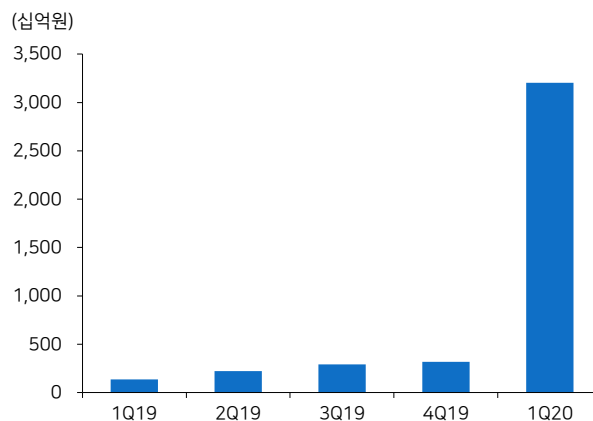
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림40 위탁매매 수수료 손익



자료: 키움증권, 메리츠증권 리서치센터

그림41 해외주식약정



자료: 키움증권, 메리츠증권 리서치센터

## 키움증권 (039490)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	618.1	865.1	1,020.2	950.2	1,034.5
Brokerage 수익	243.4	243.8	662.4	497.9	488.4
IB 수익	48.2	70.4	76.0	80.8	93.6
금융상품판매수익	3.2	3.5	7.2	7.8	8.2
자산관리수수료	14.3	14.4	16.5	16.9	17.2
기타수수료 수익	116.7	140.3	147.9	158.4	166.6
수수료비용	102.9	109.7	250.1	188.0	184.4
상품운용손익	7.3	134.7	16.3	23.1	94.1
이자손익	242.5	302.4	300.8	295.3	296.6
기타 손익	45.5	65.3	43.2	58.1	54.1
판매관리비	329.1	391.4	443.0	444.9	477.7
영업이익	289.0	473.7	577.2	505.3	556.8
영업외 손익	-8.0	18.5	2.8	4.5	4.0
세전이익	281.0	492.2	580.0	509.8	560.8
법인세비용	87.8	130.2	155.5	136.6	150.3
당기순이익	193.2	362.0	424.6	373.2	410.5
지배주주	193.2	362.8	422.5	371.6	408.3

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
자산 총계	18,238.5	23,373.6	31,390.6	33,381.5	35,590.7
현금 및 예치금	5,265.3	5,277.6	7,652.4	4,919.3	-275.7
유가증권	7,372.5	11,223.2	13,052.6	13,880.4	14,799.0
대출채권	4,324.7	5,321.4	5,019.1	5,337.4	5,690.7
유형자산	197.1	262.8	332.3	332.3	332.3
기타자산	1,078.9	1,288.6	5,334.2	8,912.0	15,044.4
부채 총계	16,173.6	21,115.2	28,879.6	30,556.2	32,354.8
예수부채	5,303.3	6,416.5	10,844.6	11,738.6	12,706.2
차입부채	3,990.9	5,979.5	6,036.7	6,281.8	6,536.9
발행사채	2,203.9	3,380.1	3,425.7	3,425.7	3,425.7
기타부채	4,675.5	5,339.2	8,572.6	9,110.1	9,686.1
자본총계	2,064.9	2,258.4	2,511.0	2,825.3	3,235.8
지배주주지분	2,040.7	2,234.0	2,489.3	2,803.7	3,214.2
자본금	127.0	127.0	127.0	127.0	127.0
자본잉여금	529.8	527.2	527.2	527.2	527.2
이익잉여금	1,342.5	1,660.1	1,964.8	2,279.1	2,689.6
기타자본	65.6	-55.9	-129.6	-129.6	-129.6

## Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성					
자산 총계	57.4	28.2	34.3	6.3	6.6
부채 총계	61.0	30.6	36.8	5.8	5.9
예수부채	5.3	21.0	69.0	8.2	8.2
차입부채	50.9	49.8	1.0	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	33.8	9.5	11.4	12.6	14.6
순영업손익	4.9	40.0	17.9	-6.9	8.9
Brokerage	36.6	0.2	171.7	-24.8	-1.9
순이자손익	32.3	24.7	-0.5	-1.8	0.4
판관비	20.4	18.9	13.2	0.4	7.4
영업이익	-8.5	63.9	21.9	-12.5	10.2
당기순이익(지배)	-19.6	87.7	16.5	-12.1	9.9
수익성					
영업이익률	46.8	54.8	56.6	53.2	53.8
판관비율	53.2	45.2	43.4	46.8	46.2

## Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표					
EPS (원)	7,609	14,574	16,974	14,927	16,402
BPS (원)	80,363	89,743	100,001	112,629	129,120
DPS (원)	1,500	2,000	2,329	2,048	2,251
밸류에이션					
PER (배)	10.3	5.5	5.7	6.5	5.9
PBR (배)	1.0	0.9	1.0	0.9	0.8
수익성					
ROE (%)	10.7	16.8	17.9	14.0	13.6
ROA (%)	1.3	1.7	1.5	1.1	1.2
배당지표					
배당성향 (%)	17.2	11.9	11.9	11.9	11.9
배당수익률 (%)	1.9	2.5	2.4	2.1	2.3
안정성					
순자본비율	455.4	466.2	411.5	527.8	692.7
레버리지비율	883.3	1,035.0	1,250.1	1,181.5	1,099.9

## Compliance Notice

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

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 미래에셋대우 (006800) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.06.04	산업분석	Buy	12,500	김고은	-36.2	-23.2	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	8,300	김고은	-13.1	-4.8	
2019.04.10	산업브리프	Trading Buy	9,300	김고은	-17.0	-11.0	
2019.08.09	기업브리프	Buy	10,500	김고은	-33.1	-25.5	
2020.04.03	산업브리프	Buy	7,200	김고은	-24.3	-10.4	
2020.06.01	산업분석	Buy	8,200	김고은	-15.1	-2.0	
2020.07.24	산업브리프	Buy	9,300	김고은	-	-	

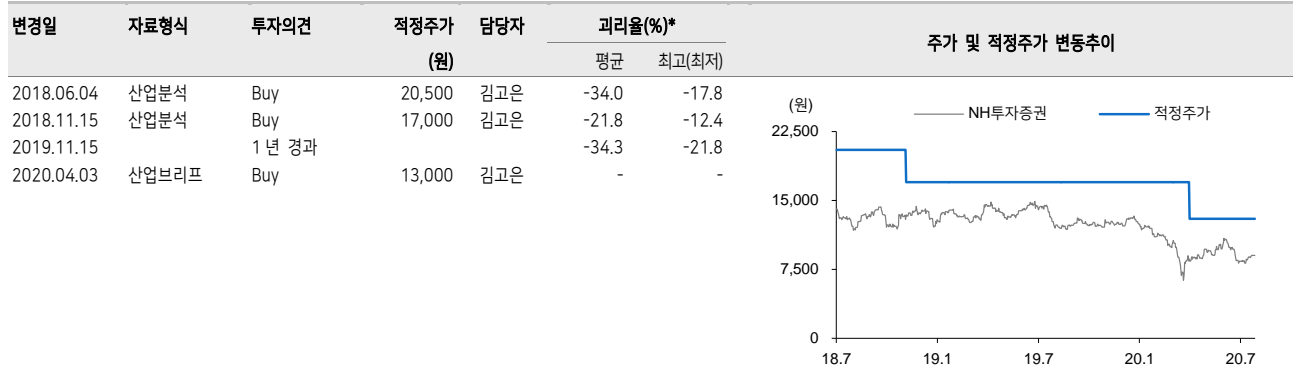
## 한국금융지주 (071050) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.06.04	산업분석	Buy	120,000	김고은	-39.6	-19.5	
2018.11.15	산업분석	Buy	95,000	김고은	-28.5	-13.2	
2019.07.23	산업브리프	Buy	105,000	김고은	-34.7	-22.4	
2020.04.03	산업브리프	Buy	75,000	김고은	-	-	

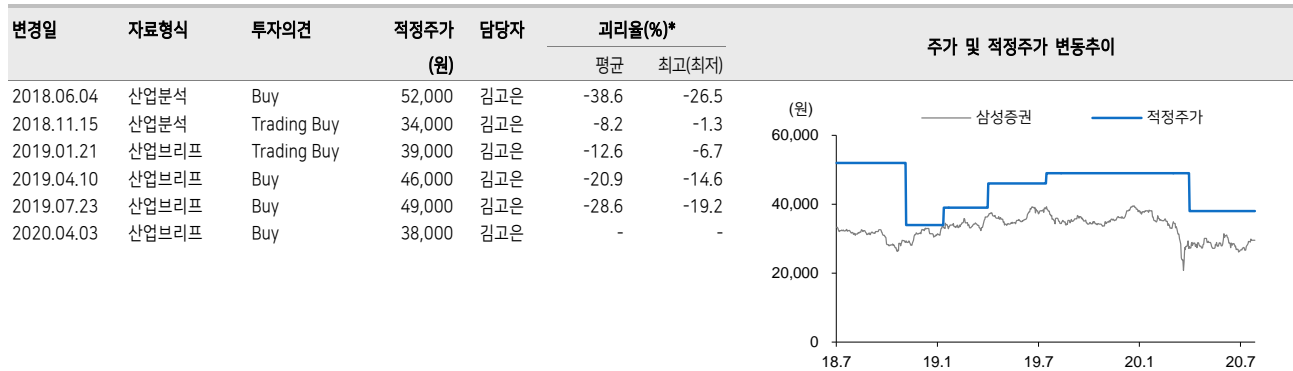
## NH투자증권 (005940) 투자등급변경 내용

\* 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

