

2021.1.21



## ▲ 증권/보험

Analyst 김고은

02. 6454-4871

goenkim@meritz.co.kr

## Overweight

## Top Pick

종목	투자판단	적정주가
한국금융지주(071050)	Buy	109,000원

## 관심종목

종목	투자판단	적정주가
미래에셋대우(006800)	Buy	12,600원
NH투자증권(005940)	Buy	15,000원
삼성증권(016360)	Buy	52,000원
키움증권(039490)	Buy	170,000원

## 증권

## 공매도 관련 제도개선 가속화

- ✓ 과거 사례 감안 시 공매도 재개가 시장에 큰 영향 없으나
- ✓ KOSDAQ 신용잔고 및 거래대금 비중이 높아 증권주 투자심리에 영향
- ✓ 4Q20E 증권사 커버리지 순이익 9,774억원(-19.5% QoQ, +65.2% YoY) 추정
- ✓ Top pick 한국금융지주 제시

## 공매도 금지 연장 여부 증권주 투자심리에 영향

공매도 관련 제도 개선이 가속화 되고 있다. 불법공매도에 대해 과징금 및 형사 처벌이 도입되고 무차입 공매도를 적발하기 위한 모니터링 시스템을 구축할 예정이다. 거래소의 6개월 단위의 정기 점검주기를 1개월로 단축하고 불법공매도 전담 인력 및 조직도 신설된다. 개인투자자에 대한 공매도 허용 또한 그 대상이나 방식에 대해서 논의되는 모습이다. 과거 사례를 봤을 때 실질적인 영향은 제한적일 전망이다. 공매도 금지 조치 연장 여부가 증권주 투자 심리에 영향을 미칠 수 있다. KOSDAQ 시가총액 대비 신용잔고 비중과 거래대금 비중이 사상 최대 수준으로 확대 되어 있기 때문이다.

## 4Q20E 순이익 9,774억원 전망

증권사 커버리지 기준 4Q20E 순이익은 9,774억원(-19.5% QoQ, +65.2% YoY)으로 추정한다. 일평균 거래대금은 27조원으로 전분기와 유사한 수준이나 거래일 차이로 약정금액은 소폭 감소했다. 고객예탁금 65.6조원으로 전분기 대비 21.8%, 신용잔고 19.2조원으로 전분기 대비 17.6% 증가했다. 이에 따라 리테일 호조 이어질 전망이다. ELS 조기 상환 이어지고 있으나 재발행 규모는 감소하는 모습이다. 자산재평가 등에 따른 총당금 인식 있었으며 한국금융지주의 카카오뱅크 관련 이익, NH투자증권의 옵티머스 관련 총당금 등 일회성 요인 발생했다.

## Top Pick: 한국금융지주

증권업 Overweight 의견 유지하고 Top pick으로 한국금융지주를 제시한다. 국내외 글로벌 증시 호조 이어지고 있어 21년 일평균 거래대금 추정치 24조원으로 상향 조정한다. 20년 1분기의 타사 대비 운용 손실 규모 커 이후 이익 호조에도 부담 크지 않다. 또한 21년 카카오뱅크 IPO 진행되며 보유 지분 가치 드러날 가능성 있다.

## 공매도 금지 연장 여부 증권주 투자 심리에 영향

### 불법공매도에 대한 규제 강화

20년 3월 14일부터 공매도 금지 조치가 시행된 이후 불법공매도 관련 규제 개선책이 지속적으로 발표되고 있다. 1) 불법공매도에 대해 과징금 및 형사 처벌이 도입되고 2) 무차입 공매도를 적발하기 위한 모니터링 시스템을 구축할 예정이다. 거래소의 6개월 단위의 정기 점검주기를 1개월로 단축하고 불법공매도 전담 인력 및 조직도 신설된다. 개인투자자에 대한 공매도 허용 또한 그 대상이나 방식에 대해서 논의되는 모습이다.

### 공매도 금지 연장되는 경우 보다 높은 주가지수에서 재개될 수 있다는 점은 부담

한차례 연장된 공매도 금지 조치가 3월 15일에 종료되기 앞서 공매도 관련 제도 개선이 가속화 되고 있다. 과거 08년 및 11년 공매도 금지 조치가 있었던 사례를 살펴보면 증시 방향성에는 영향을 미치지 못했다. 다만, 과거 사례에서는 증시가 하락 이전 고점을 회복하기 이전에 공매도 금지가 종료되었다면 지금은 KOSPI 기준 3,000pt를 상회하는 등 주가지수가 이전의 고점 이상으로 상승한 점이 차이점이다. 공매도 금지가 연장되는 경우 추가적으로 주가지수가 상승한 시점에서 공매도가 재개될 수 있다는 점이 금융위원회에 부담이 될 수 있다. 다만, 정치권에서 요구가 많아 결과를 예단하기 어렵다.

### 증권주 투자 심리에 영향 미칠 가능성 높아

과거 사례를 봤을 때 실질적으로 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단되나 공매도 금지 조치 연장 여부가 증권주 투자 심리에 영향을 미칠 수 있다. KOSDAQ 시가 총액 대비 신용잔고 비중과 거래대금 비중이 사상 최대 수준으로 확대 되어 있기 때문이다.

표1 금융위원회 공매도 관련 제도 개선 발표

날짜	내용
2020.09.17	외국금융사의 공매도 규제 위반에 대한 중선위의 조치
2020.12.09	불법공매도에 대한 과징금과 형사 처벌 도입
2020.12.18	시장조성자 제도 개선과 불법공매도 적발 시스템 구축
2021.01.13	공매도 제도 개선 관련 "자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령" 일부 개정안 입법예고

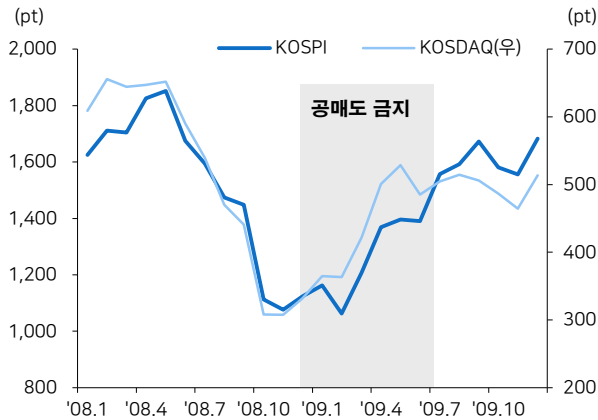
자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

표2 과거 공매도 금지 조치

구분	'08.10.1~'09.5.31	'09.6.1~'11.8.9	'11.8.10~'11.11.9	'11.11.10~'13.11.13	'13.11.14~'20.3.13
비금융주	금지 (8개월)	허용	금지 (3개월)	허용	허용
금융주	금지 (약 5년간)				허용

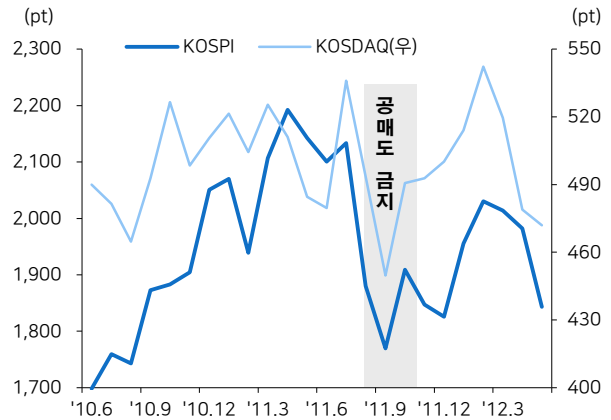
자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림1 08.10.1~09.05.31 공매도 금지 조치



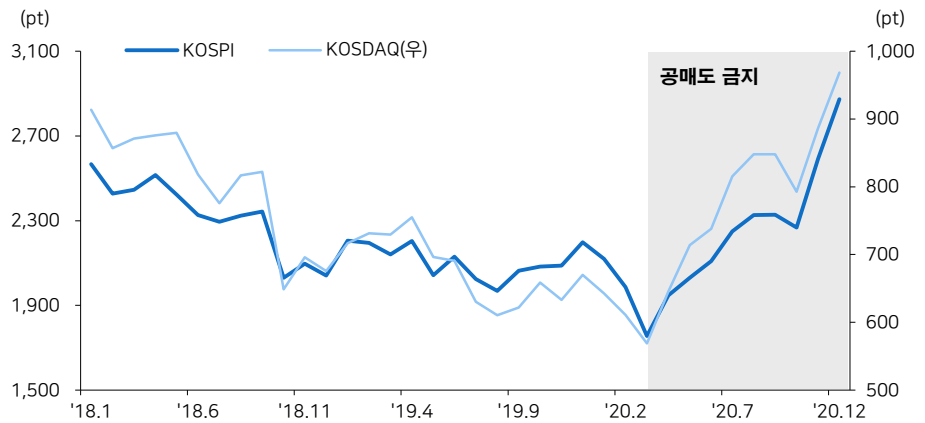
자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림2 11.08.10~11.11.09 공매도 금지 조치



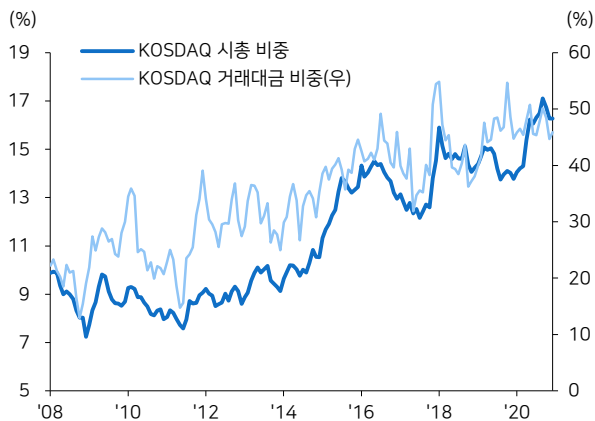
자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림3 20.03.14~21.03.15 공매도 금지 조치



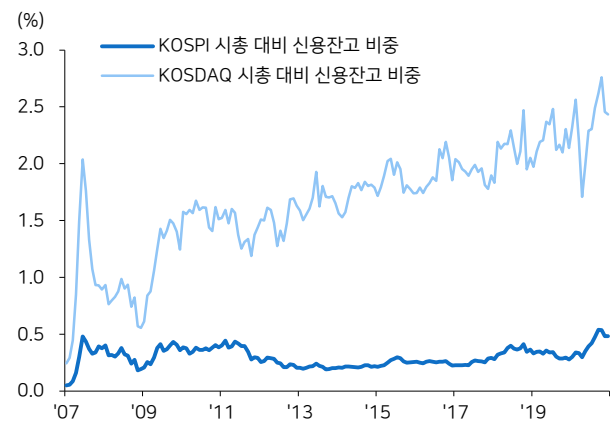
자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림4 시가총액/거래대금 내 KOSDAQ 비중



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림5 시가총액 대비 신용잔고 비중



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

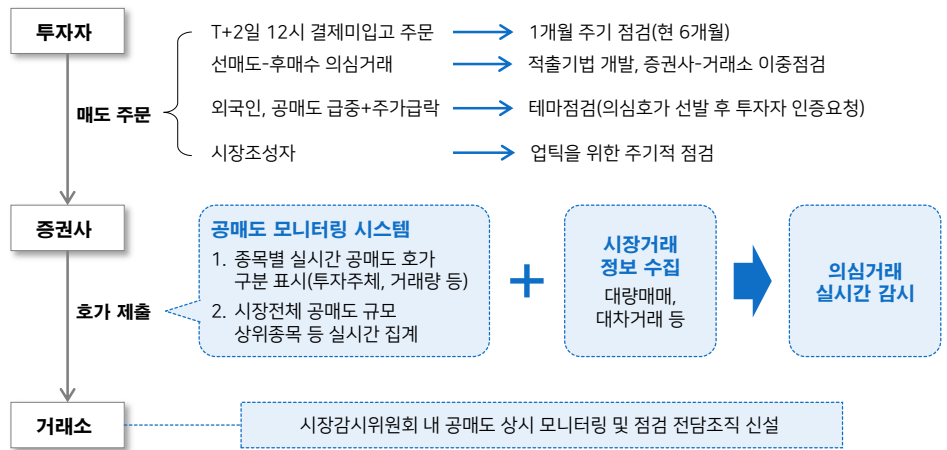
표3 자본시장법 개정안 20.12.09 국회 통과	
자본시장법 개정안	기대효과
불법공매도에 대한 과징금 및 형사처벌 부과	불법이익 박탈과 형사처벌로 불법공매도 사전 차단
차입공매도 투자자의 대차계약내역 보관의무 (5년) 부과	매도주문시기와 대차계약일시 비교로 불법공매도 적발 강화
유상증가 기간 중 해당 주식을 공매도 한 자의 증자참여 제한	공정한 공모가격 형성을 저해하는 차익거래 제한

자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

표4 불법 공매도에 대한 과징금 및 형사처벌 도입	
현행	개선
1억원 이하의 과태료	과징금 및 형사 처벌 부과 가능 (과징금) 위법한 공매도 주문금액 범위 내 (형사처벌) 1년 이상의 유기징역 또는 이익 또는 회피한 손실액의 3배 이상 5배 이하의 벌금 → 현행 자본시장법상 가장 높은 수준의 처벌

자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림6 불법공매도 적발 시스템 구축 방안



자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

## 4Q20 증권업 실적 전망

증권사 4Q20E 순이익  
9,774억원 전망

증권사 커버리지(미래에셋대우, 한국금융지주, NH투자증권, 삼성증권, 키움증권) 기준 4Q20E 순이익은 9,774억원(-19.5% QoQ, +65.2% YoY)으로 추정한다. 일평균 거래대금은 27조원으로 전분기와 유사한 수준이나 거래일 차이로 약정금액은 소폭 감소했다. 고객예탁금 65.6조원으로 전분기 대비 21.8%, 신용잔고 19.2조원으로 전분기 대비 17.6% 증가했다. 이에 따라 리테일 호조 이어질 전망이다. ELS 조기 상환 이어지고 있으나 재발행 규모는 감소하는 모습이다. 결산 분기로 자산 재평가 등에 따른 충당금 인식 있었으며 한국금융지주의 카카오뱅크 관련 이익, NH투자증권의 옵티머스 관련 충당금 등 일회성 요인 발생했다.

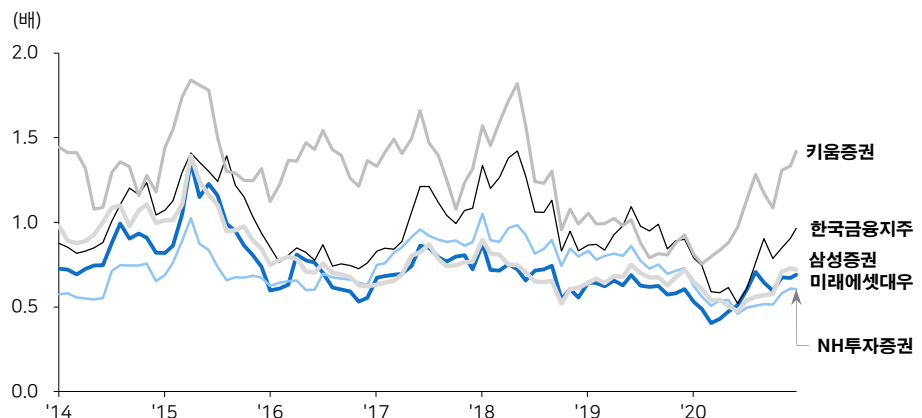
증권업 Overweight 의견 유지하고 Top pick으로 한국금융지주 유지한다. 국내외 글로벌 증시 호조 이어지고 있어 21년 일평균 거래대금 추정치 24조원으로 상향 조정한다. 20년 1분기 타사 대비 운용 손실 규모 커 이후 이익 호조에에도 감익 부담 크지 않다. 또한 21년 카카오뱅크 IPO 진행되며 보유 지분 가치 드러날 가능성 있다.

표5 커버리지 증권사 4Q20 Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
미래에셋대우	206.5	136.2	51.6	228.4	-9.6	196.9	4.9
한국금융지주	283.6	167.0	69.9	248.6	14.1	226.7	25.1
NH투자증권	128.6	116.4	10.4	239.7	-46.4	139.1	-7.5
삼성증권	145.4	89.4	62.7	233.7	-37.8	146.8	-0.9
키움증권	213.2	82.7	157.9	263.4	-19.0	164.0	30.1
<b>합계</b>	<b>977.4</b>	<b>591.7</b>	<b>65.2</b>	<b>1,213.9</b>	<b>-19.5</b>	<b>873.4</b>	<b>11.9</b>

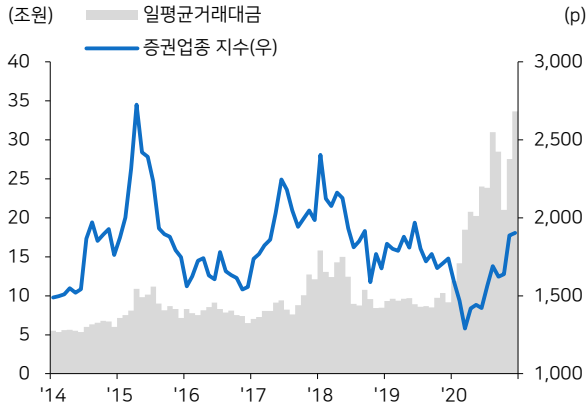
자료: 각 사, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 커버리지 증권사 PBR 추이



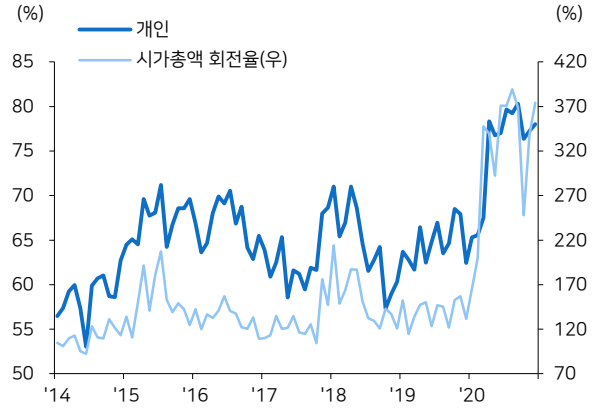
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 일평균 거래대금 및 증권업종 지수



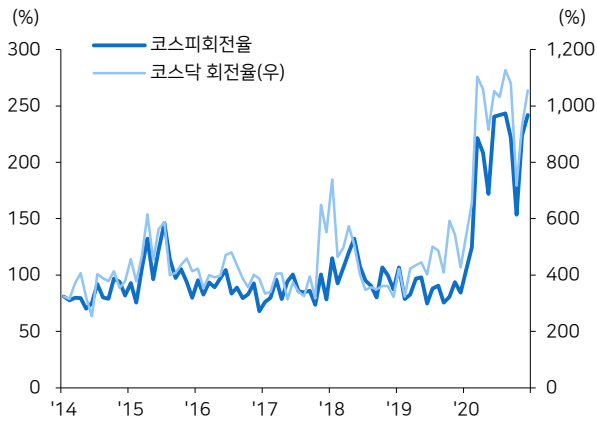
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림9 개인 비중 및 시가총액 회전율



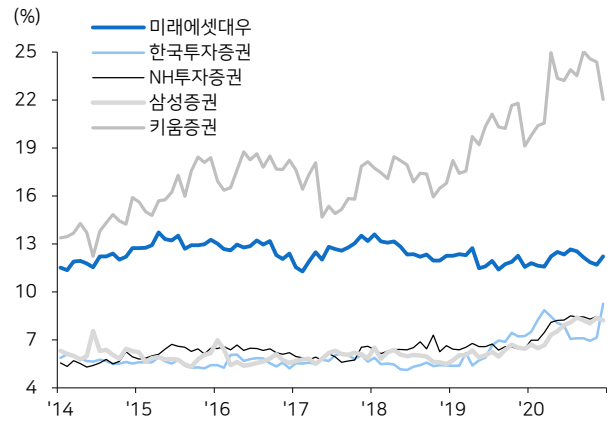
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림10 KOSPI 및 KOSDAQ 회전율



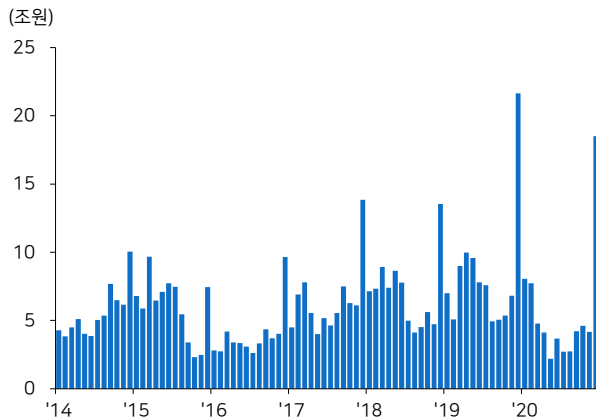
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림11 약정 기준 Brokerage MS



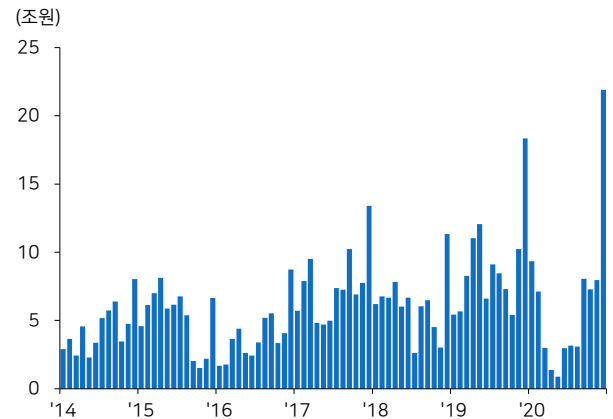
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림12 ELS/ELB 발행실적



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림13 ELS/ELB 상환실적



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

표6 Valuation table

		미래에셋대우	한국금융지주	NH투자증권	삼성증권	키움증권
<b>투자의견</b>		<b>Buy</b>	<b>Buy</b>	<b>Buy</b>	<b>Buy</b>	<b>Buy</b>
현재가 (01.20) (원)		9,880	88,200	11,650	41,300	149,000
<b>적정주가 (원)</b>		<b>12,600</b>	<b>109,000</b>	<b>15,000</b>	<b>52,000</b>	<b>170,000</b>
상승여력 (%)		27.5	23.6	28.8	25.9	14.1
당기순이익 (십억원)	2018	455.8	529.5	360.9	334.1	193.2
	2019	658.5	859.8	475.5	391.8	362.8
	2020E	843.4	804.3	630.0	526.3	706.0
	2021E	801.6	809.0	600.1	528.1	529.6
ROE (%)	2018	5.8	13.0	7.3	7.4	10.7
	2019	7.6	18.4	9.1	8.2	16.8
	2020E	9.1	15.4	11.2	10.7	28.3
	2021E	8.2	13.9	9.8	10.4	17.8
ROA (%)	2018	0.4	0.9	0.7	0.9	1.3
	2019	0.5	1.4	0.9	0.9	1.7
	2020E	0.6	1.2	1.1	1.0	2.5
	2021E	0.6	0.9	1.0	0.9	1.5
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	14,585	93,082	19,683	54,942	105,833
	2021E	15,484	106,850	21,016	58,564	128,547
EPS (원)	2018	652	9,066	1,206	3,741	7,609
	2019	941	14,723	1,587	4,387	14,574
	2020E	1,298	13,773	2,103	5,894	27,125
	2021E	1,234	13,854	2,003	5,914	21,234
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	0.65	0.95	0.59	0.75	1.20
	2021E	0.64	0.83	0.55	0.71	1.16
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	7.3	6.4	5.5	7.0	4.7
	2021E	8.0	6.4	5.8	7.0	7.0
DPS (원)	2018	220	1,800	500	1,400	1,500
	2019	260	2,900	500	1,700	2,000
	2020E	366	2,713	662	2,284	3,611
	2021E	348	2,729	631	2,292	2,680
배당수익률 (%)	2018	3.4	3.0	3.8	4.4	1.9
	2019	3.4	4.0	3.9	4.4	2.5
	2020E	3.9	3.1	5.7	5.5	2.9
	2021E	3.5	3.1	5.4	5.5	1.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 한국금융지주 (071050)

Buy, TP 109,000원

4Q20E 지배주주 순이익 2,836억원(+14.4% QoQ, +71.2% YoY)으로 추정한다. 한국금융지주 계열사의 카카오뱅크 지분율이 33.5%에서 31.8%로 하락해 관련 지분법 처분이익이 1,100억원 인식될 예정이다. 일평균 거래대금 27조원으로 전분기와 유사한 수준이며 KOSPI 및 글로벌 주가지수 호조가 지속되어 ELS 조기상환 이어지고 있어 리테일 및 상품운용손익 호조 전망된다. 다만, 연결 대상 종속 법인의 자산 재평가 등으로 국내외 총당금 일부 반영될 수 있다. 발행어음 잔고는 8조원 규모로 감소했으나 마진은 2%로 상승했다. 20년 공모주 자금 등 수시입출금형 자금의 증가 있었으며 관련 자금이 다시 줄어들며 마진이 개선되는 모습이다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 109,000원으로 11.2% 상향 조정한다. 21년 EPS 추정치 8.0%, ROE 1.0%p 상향 조정했다. 리테일 비중이 적은데도 불구하고 다각화된 포트폴리오로 상대적으로 높은 ROE 유지되는 모습 긍정적이다. 상장을 앞두고 있는 카카오뱅크 지분 가치가 드러나고 있어 업종 내 top pick을 유지한다.

표7 4Q20E Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업이익	485.4	370.8	30.9	569.1	-14.7		
영업이익	250.0	202.3	23.6	321.0	-22.1	258.2	-3.2
당기순이익(연결, 지배)	283.6	165.7	71.2	247.9	14.4	242.7	16.9

자료: 한국금융지주, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표8 Valuation table

적정주가	109,000원
이론주가	109,444원
2021년 BPS	106,850원
적정 PBR	1.02배
PBR Premium	5%
이론 PBR	0.98배
2021년 ROE	13.9%
Growth rate	1.0%
Cost of Equity	14.2%
Beta	1.67
Risk Free Rate	1.5%
Risk Premium	7.6%

자료: 메리츠증권 리서치센터

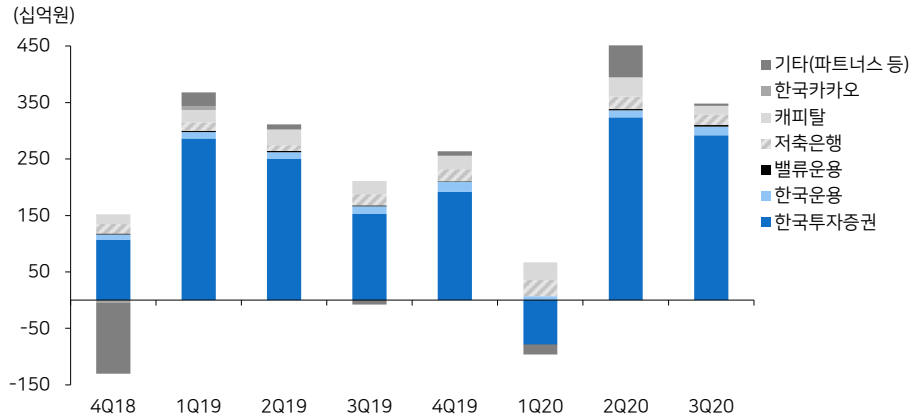
표9 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	793.7	749.0	804.3	809.0	1.3	8.0
EPS (원)	13,592	12,826	13,773	13,854	1.3	8.0
BPS (원)	92,937	105,684	93,082	106,850	0.2	1.1
ROE (%)	15.2	12.9	15.4	13.9	0.2	1.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

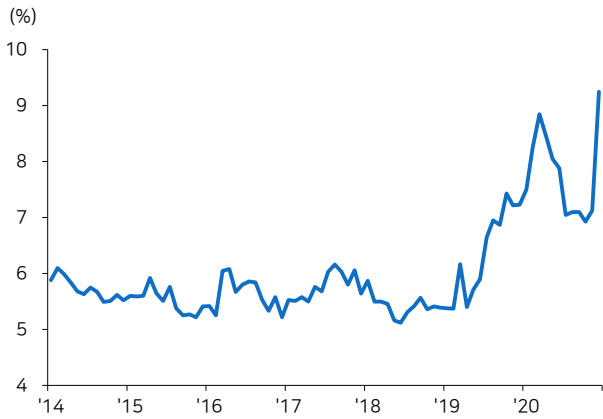


그림14 계열사별 세전이익 구성



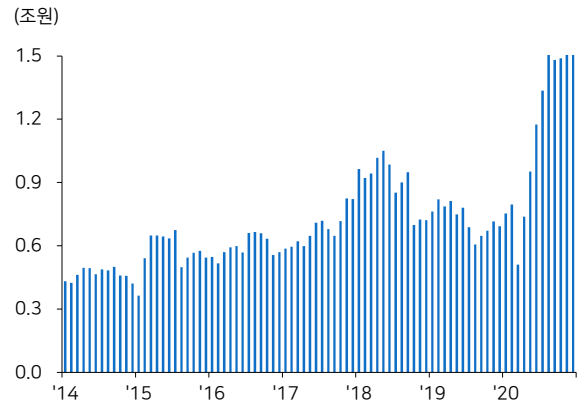
자료: 한국금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림15 Brokerage 약정 MS



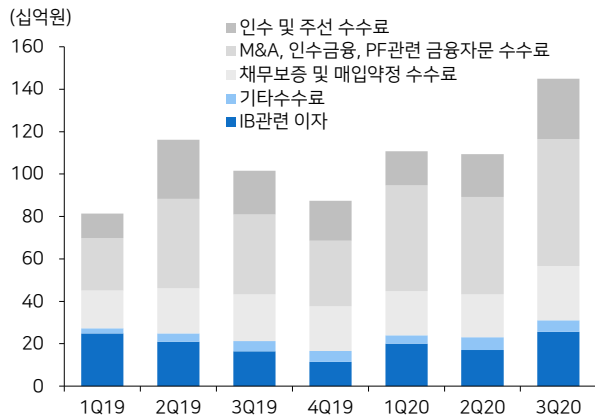
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림16 신용잔고



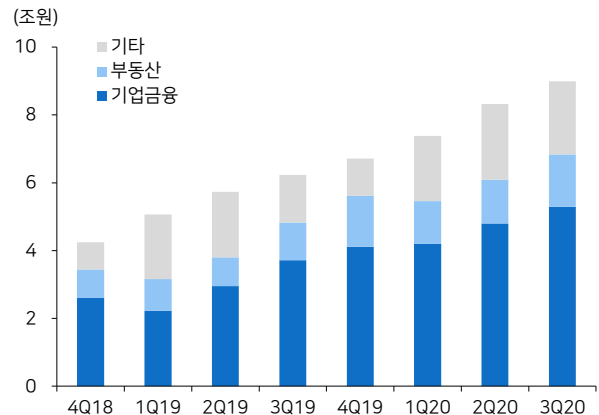
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림17 한국투자증권 사업부문별 IB 수익



자료: 한국금융지주, 메리츠증권 리서치센터

그림18 발행어음 잔고



자료: 한국금융지주, 메리츠증권 리서치센터

## 한국금융지주 (071050)

### Income Statement(한국투자증권 별도 기준)

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	1,267.8	1,547.0	1,438.4	1,760.0	1,647.0
Brokerage 수익	290.8	237.4	509.4	543.1	455.7
IB 수익	136.0	214.4	297.6	325.0	323.9
금융상품판매수익	78.7	87.3	83.0	97.8	103.8
자산관리수수료	49.8	44.5	50.2	53.7	55.9
기타수수료 수익	144.7	174.8	170.8	171.4	171.7
수수료비용	121.8	122.3	178.8	162.1	136.0
상품운용손익	150.3	379.7	-98.4	184.3	113.8
이자손익	536.5	537.9	632.9	576.5	600.1
기타 손익	2.8	-6.6	-28.3	-29.6	-41.8
판매관리비	597.1	663.1	633.8	696.3	668.7
영업이익	670.6	883.9	804.6	1,063.7	978.3
영업외 손익	-11.2	-3.6	15.6	7.1	10.0
세전이익	659.4	880.3	820.2	1,070.8	988.4
법인세비용	155.9	226.1	207.9	287.0	264.9
당기순이익	503.5	654.1	612.3	783.8	723.5

### 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>63,847.5</b>	<b>68,139.9</b>	<b>72,613.0</b>
현금 및 예치금	8,182.3	6,662.1	15,707.4	16,869.8	18,081.3
유가증권	29,010.0	32,220.0	35,930.7	38,346.3	40,863.5
대출채권	3,691.2	4,239.9	4,668.8	4,982.7	5,309.8
유형자산	294.6	367.7	362.4	362.4	362.4
기타자산	3,173.3	7,714.5	7,178.3	7,578.8	7,996.1
<b>부채 총계</b>	<b>40,000.8</b>	<b>45,927.2</b>	<b>58,422.0</b>	<b>61,930.6</b>	<b>65,680.2</b>
예수부채	3,897.3	3,758.4	10,202.4	11,043.5	11,953.8
차입부채	16,356.1	17,856.1	26,654.1	27,736.3	28,862.5
발행사채	799.0	1,198.2	1,468.5	1,468.5	1,468.5
기타부채	18,948.4	23,114.5	20,097.1	21,682.4	23,395.4
<b>자본총계</b>	<b>4,350.5</b>	<b>5,277.1</b>	<b>5,425.5</b>	<b>6,209.3</b>	<b>6,932.8</b>
자본금	175.7	175.8	175.8	175.8	175.8
자본잉여금	3,052.7	3,829.6	3,829.6	3,829.6	3,829.6
이익잉여금	950.3	1,173.8	1,367.1	2,151.0	2,874.4
기타자본	171.8	97.8	52.9	52.9	52.9

### Financial Statement(한국금융지주 연결 기준)

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업손익	1,541.5	1,868.1	1,661.0	1,970.1	1,955.6
수수료손익	708.2	806.6	1,063.3	1,174.6	1,127.0
이자손익	887.7	822.1	953.1	792.9	843.6
상품운용손익	-95.3	250.7	-317.9	90.8	72.8
판매관비	919.1	908.1	856.3	985.4	1,076.2
영업이익	622.4	960.0	804.7	984.6	879.4
세전이익	739.3	1,080.5	1,101.9	1,101.6	1,021.2
당기순이익	540.6	861.8	801.3	809.0	750.0
지배주주 순이익	529.5	859.8	804.3	809.0	750.0
자산	62,948.0	60,853.8	77,973.3	97,182.6	121,002.5
현금 및 예치금	8,618.7	5,604.8	8,906.0	11,100.1	13,820.8
유가증권	34,068.4	51,607.4	64,904.6	80,894.4	100,722.0
대출채권	17,924.5	2,965.1	3,392.4	4,228.2	5,264.5
부채	58,050.2	55,806.2	72,503.6	90,903.9	113,973.8
자본(지배주주)	4,897.8	5,047.6	5,469.7	6,278.7	7,028.7

### Key Financial Data

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS (원)	9,066	14,723	13,773	13,854	12,842
BPS (원)	73,917	85,935	93,082	106,850	119,613
DPS (원)	1,800	2,900	2,713	2,729	2,530
<b>밸류에이션</b>					
PER (배)	6.6	4.9	6.4	6.4	6.9
PBR (배)	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7
<b>수익성</b>					
ROE (%)	13.0	18.4	15.4	13.9	11.3
ROA (%)	0.9	1.4	1.2	0.9	0.7
<b>배당지표</b>					
배당성향 (%)	17.9	17.8	17.8	17.8	17.8
배당수익률 (%)	3.0	4.0	3.1	3.1	2.9
<b>안정성</b>					
순자본비율	1,016.9	1,260.1	1,642.3	2,061.0	2,428.6
레버리지비율	1,019.5	970.3	1,176.8	1,097.4	1,047.4

## 미래에셋대우 (006800)

Buy, TP 12,600원

4Q20E 지배주주 순이익 2,065억원(-9.6% QoQ, +51.6% YoY)으로 추정한다. 국내외 증시 호조 이어지고 있어 안정적인 리테일 수익 추정된다. 해외주식 잔고는 약 15조원으로 업계 최고 수준 유지되고 있다. 해외 보유 자산 재평가에 대한 불확실성 있었으나 핀테크 및 판교 투자 관련 이익 규모가 이를 상쇄할 전망이다. 안방보험 관련 승소, 기업금융 관련 리스크 완화 등 디스카운트 요소가 점차 해소되는 시점이라고 판단한다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 12,600원으로 5.0% 상향 조정한다. 글로벌 주식시장 호조 이어지며 리테일 및 운용 환경이 안정적이다. 21년 EPS 추정치 9.8%, ROE 추정치 0.6%p 상향 조정했다. 장기간 이어져 왔던 안방보험 소송 결과 및 해외 부동산 재평가 등에 대한 우려 반영되어 불확실성 해소되고 있다. 향후 발행어음 인가 및 주주환원 정책에 대한 기대감 반영될 가능성 있다.

표10 4Q20E Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	609.7	474.4	28.5	635.0	-4.0		
영업이익	268.4	151.9	76.7	294.2	-8.8	231.0	16.2
당기순이익	208.9	138.4	50.9	231.0	-9.6	183.0	14.1
당기순이익(지배)	206.5	136.2	51.6	228.4	-9.6	196.9	4.9

자료: 미래에셋대우, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표11 Valuation table

적정주가	12,600원
이론주가	12,612원
2021년 BPS	15,484원
적정 PBR	0.81배
PBR Premium	0%
이론 PBR	0.81배
2021년 ROE	8.2%
Growth rate	1.0%
Cost of Equity	9.9%
Beta	1.10
Risk Free Rate	1.5%
Risk Premium	7.6%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표12 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	779.8	736.6	843.4	801.6	8.2	8.8
EPS (원)	1,189	1,124	1,298	1,234	9.2	9.8
BPS (원)	14,382	15,201	14,585	15,484	1.4	1.9
ROE (%)	8.4	7.6	9.1	8.2	0.7	0.6

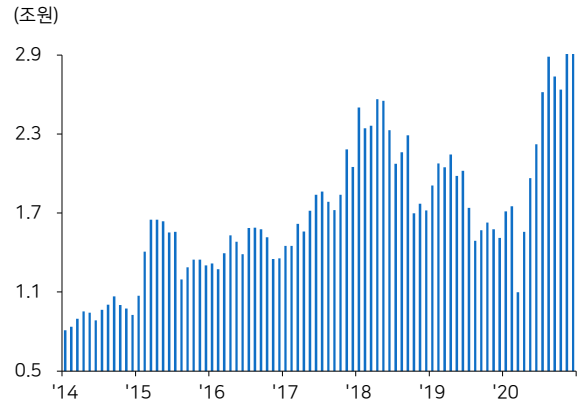
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림19 Brokerage 약정 MS



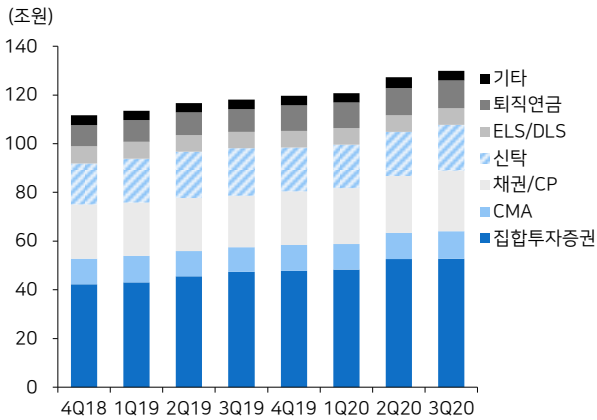
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림20 신용잔고



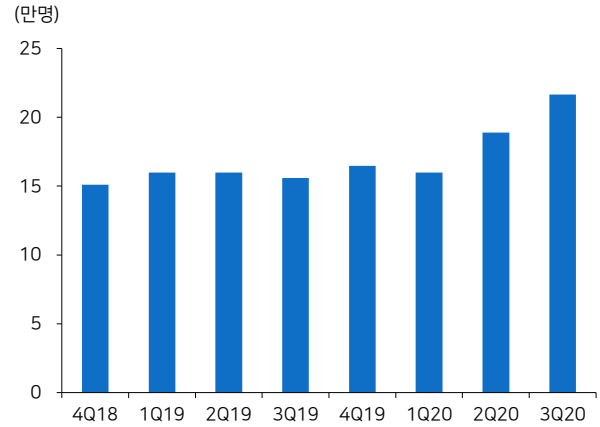
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림21 WM잔고



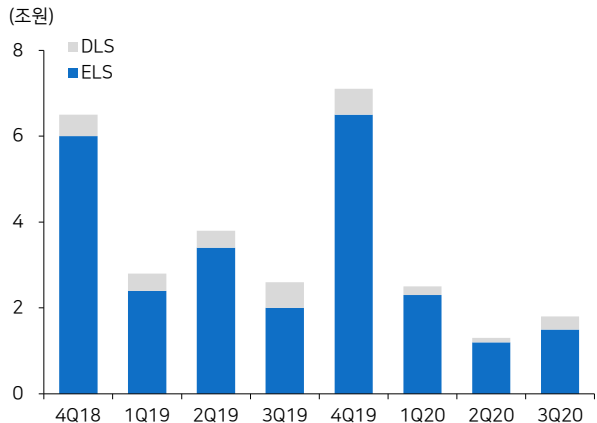
자료: 미래에셋대우, 메리츠증권 리서치센터

그림22 1억원 이상 고객 수



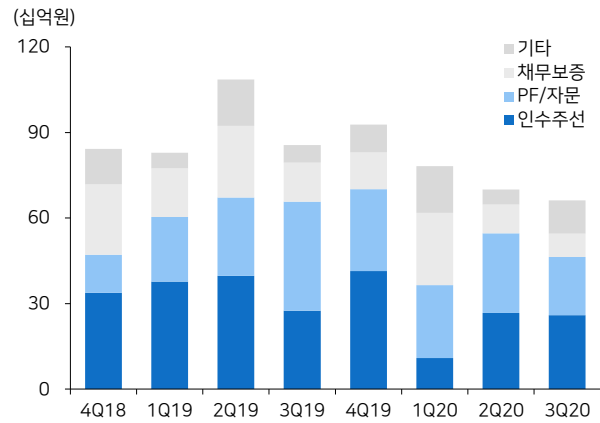
자료: 미래에셋대우, 메리츠증권 리서치센터

그림23 파생결합상품 발행실적



자료: 미래에셋대우, 메리츠증권 리서치센터

그림24 IB 수익



자료: 미래에셋대우, 메리츠증권 리서치센터

## 미래에셋대우 (006800)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	1,627.5	1,978.8	2,419.8	2,358.9	2,335.6
Brokerage 수익	504.4	395.4	903.2	955.8	798.9
IB 수익	120.9	144.2	91.6	116.8	140.3
금융상품판매수익	86.2	79.8	80.0	86.2	91.4
자산관리수수료	87.4	86.6	104.7	118.9	123.7
기타수수료 수익	268.0	293.0	234.7	225.2	226.2
수수료비용	204.0	229.5	225.4	200.9	170.0
상품운용손익	7.8	527.1	590.7	359.8	381.3
이자손익	648.1	557.2	616.7	706.5	758.4
기타 손익	108.6	125.0	23.5	-9.4	-14.7
판매관리비	1,115.9	1,251.5	1,331.3	1,328.5	1,321.1
영업이익	511.6	727.2	1,088.4	1,030.4	1,014.4
영업외 손익	72.7	165.8	69.2	77.1	87.5
세전이익	584.3	893.0	1,157.6	1,107.6	1,102.0
법인세비용	123.0	229.3	306.5	296.8	295.3
당기순이익	461.2	663.7	851.1	810.7	806.6
지배주주	455.8	658.5	843.4	801.6	797.6

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>자산 총계</b>	<b>117,794.4</b>	<b>133,193.8</b>	<b>136,352.7</b>	<b>143,009.1</b>	<b>150,013.2</b>
현금 및 예치금	7,965.7	7,711.2	11,909.6	12,713.5	13,564.1
유가증권	43,200.3	50,462.0	51,791.2	54,319.5	56,979.9
대출채권	54,694.9	64,755.5	58,049.0	60,882.8	63,864.6
유형자산	1,318.3	2,622.7	2,855.5	2,855.5	2,855.5
기타자산	10,615.1	7,642.3	11,747.5	12,237.8	12,749.1
<b>부채 총계</b>	<b>109,442.8</b>	<b>124,000.7</b>	<b>126,808.9</b>	<b>132,881.0</b>	<b>139,303.9</b>
예수부채	5,465.3	5,955.6	10,668.0	11,547.4	12,499.2
차입부채	72,376.3	86,496.9	75,531.4	78,598.3	81,789.7
발행사채	3,945.1	6,215.2	8,369.4	8,369.4	8,369.4
기타부채	27,656.2	25,332.9	32,240.1	34,366.0	36,645.5
<b>자본총계</b>	<b>8,351.6</b>	<b>9,193.1</b>	<b>9,543.8</b>	<b>10,128.1</b>	<b>10,709.4</b>
지배주주지분	8,312.8	9,127.3	9,474.3	10,058.5	10,639.8
자본금	4,102.0	4,102.0	4,102.0	4,102.0	4,102.0
자본잉여금	2,153.9	2,157.2	2,160.2	2,160.2	2,160.2
이익잉여금	2,249.3	2,754.7	3,112.5	3,696.8	4,278.1
기타자본	-192.5	113.4	99.6	99.6	99.6

## Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성</b>					
자산 총계	30.0	13.1	2.4	4.9	4.9
부채 총계	31.5	13.3	2.3	4.8	4.8
예수부채	6.8	9.0	79.1	8.2	8.2
차입부채	46.5	19.5	-12.7	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	13.0	9.8	3.8	6.2	5.8
순영업손익	-4.9	21.6	22.3	-2.5	-1.0
Brokerage	16.7	-21.6	128.4	5.8	-16.4
순이자손익	13.4	-14.0	10.7	14.5	7.4
판매비	2.9	12.2	6.4	-0.2	-0.6
영업이익	-18.5	42.2	49.7	-5.3	-1.6
당기순이익(지배)	-9.4	44.5	28.1	-5.0	-0.5
<b>수익성</b>					
영업이익률	31.4	36.8	45.0	43.7	43.4
판매비율	68.6	63.2	55.0	56.3	56.6

## Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS (원)	652	941	1,298	1,234	1,228
BPS (원)	11,899	13,049	14,585	15,484	16,379
DPS (원)	220	260	366	348	346
<b>밸류에이션</b>					
PER (배)	10.0	8.0	7.3	8.0	8.0
PBR (배)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>수익성</b>					
ROE (%)	5.8	7.6	9.1	8.2	7.7
ROA (%)	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5
<b>배당지표</b>					
배당성향 (%)	26.5	21.7	21.7	21.7	21.7
배당수익률 (%)	3.4	3.4	3.9	3.5	3.5
<b>안정성</b>					
순자본비율	1,639.6	1,728.1	1,936.3	2,102.9	2,257.8
레버리지비율	727.2	711.2	728.0	719.4	713.7

## NH투자증권 (005940)

Buy, TP 15,000원

4Q20E 순이익 1,345억원(-43.9% QoQ, +15.5% YoY)으로 추정한다. 거래대금 증가 및 증시 호조 이어지고 있어 리테일 수익 증가 예상된다. 해외주식 잔고 3.6조원으로 전분기 대비 44.0%, 약정금액은 9.6조원으로 전분기 대비 10.3% 증가했다. 글로벌 시장 호조 이어지고 있어 ELS 조기상환에 따른 상품운용손익 또한 안정적인 전망이다. 다만, 옵티머스 관련 충당금이 추가로 인식될 예정이다. 2분기 700~800억원 규모, 3분기 200억원의 충당금이 적립되었으며 4분기 약 1,000억원 충당금 적립될 전망이다.

투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 15,000원으로 7.1% 상향 조정한다. 20년 양호한 실적에도 사모펀드 관련 이슈로 디스카운트 받았으나 상당 부분 해소되었다고 판단해 PBR discount를 기존 10%에서 5%로 하향 조정했다. 전체 판매 금액의 약 50% 수준을 충당금으로 인식하여 21년 실적 불확실성 완화되었다.

표13 4Q20E Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	401.0	280.1	43.2	587.8	-31.8		
영업이익	186.6	68.4	172.7	353.7	-47.2	193.1	-3.3
당기순이익	136.0	116.5	16.7	239.6	-43.3	138.0	-1.5
당기순이익(지배)	134.5	116.4	15.5	239.7	-43.9	139.1	-3.3

자료: NH투자증권, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표14 Valuation table

적정주가	15,000원
이론주가	15,344원
2021년 BPS	21,016원
적정 PBR	0.73배
PBR discount	-5%
이론 PBR	0.77배
2021년 ROE	9.8%
Growth rate	1.0%
Cost of Equity	12.5%
Beta	1.45
Risk Free Rate	1.5%
Risk Premium	7.6%

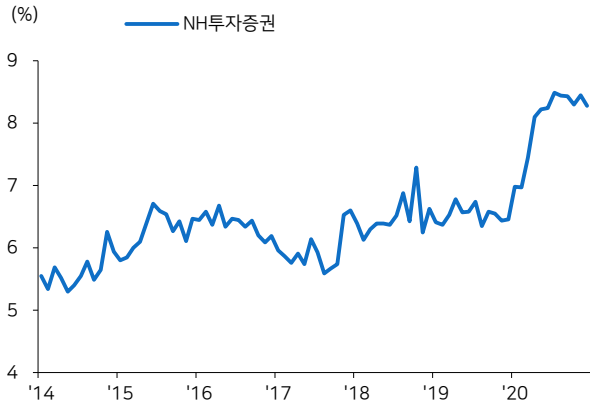
자료: 메리츠증권 리서치센터

표15 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	613.0	584.5	630.0	600.1	2.8	2.7
EPS (원)	2,046	1,951	2,103	2,003	2.8	2.7
BPS (원)	19,620	20,911	19,683	21,016	0.3	0.5
ROE (%)	10.9	9.6	11.2	9.8	0.3	0.2

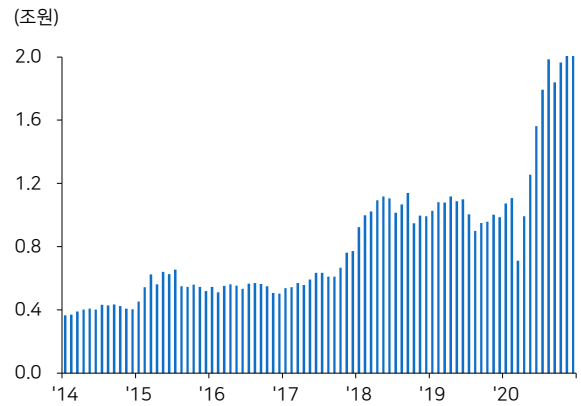
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림25 Brokerage 약정 MS



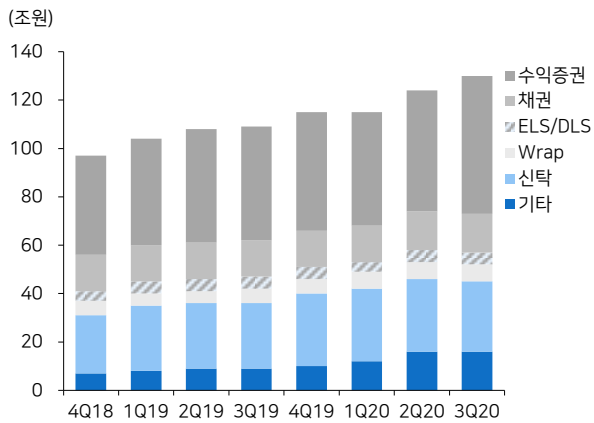
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림26 신용잔고



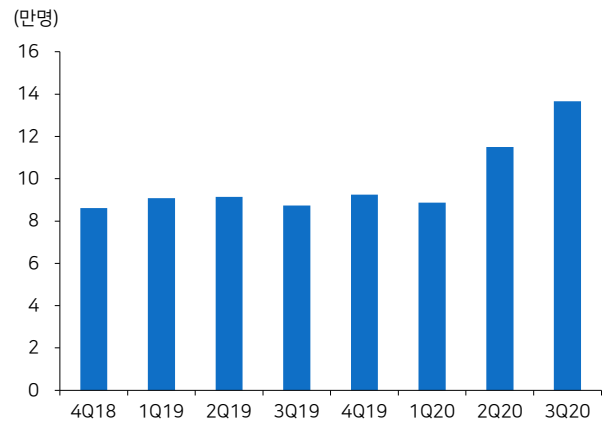
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림27 WM잔고



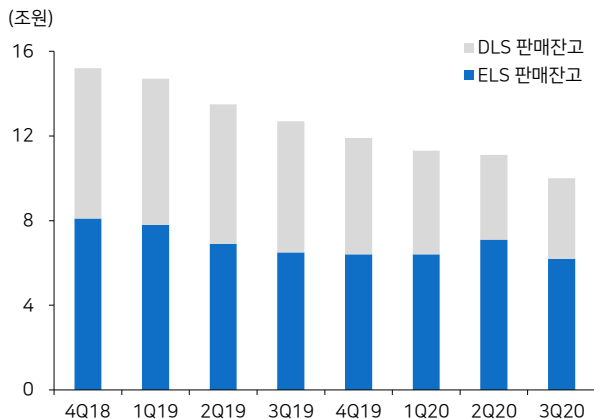
자료: NH투자증권, 메리츠증권 리서치센터

그림28 1억원 이상 고객 수



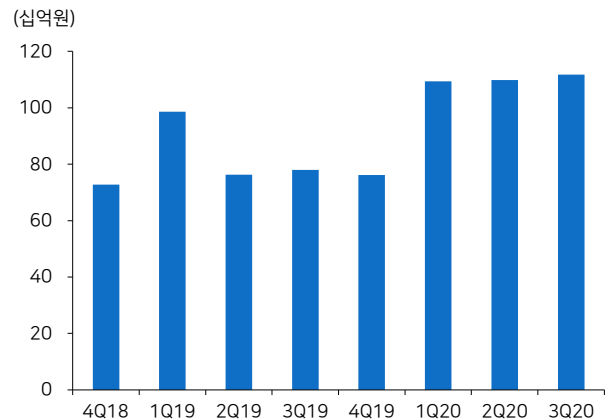
자료: NH투자증권, 메리츠증권 리서치센터

그림29 파생결합상품 잔고



자료: NH투자증권, 메리츠증권 리서치센터

그림30 IB관련 수익



자료: NH투자증권, 메리츠증권 리서치센터

## NH 투자증권 (005940)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	1,231.6	1,387.3	1,733.3	1,710.6	1,599.7
Brokerage 수익	395.0	303.5	724.0	718.4	556.3
IB 수익	111.1	158.5	152.8	143.8	143.5
금융상품판매수익	51.2	44.2	39.4	42.7	45.3
자산관리수수료	32.0	37.5	43.4	47.3	49.3
기타수수료 수익	189.6	246.0	248.9	205.6	209.7
수수료비용	139.6	191.5	185.8	173.0	142.6
상품운용손익	-21.5	249.3	305.9	48.0	28.5
이자손익	639.3	635.0	685.6	728.1	764.6
기타 손익	-25.4	-95.2	-281.0	-50.1	-54.7
판매관리비	691.5	811.9	851.1	891.9	846.4
영업이익	540.1	575.4	882.1	818.7	753.3
영업외 손익	-35.4	57.8	-22.3	-0.9	7.5
세전이익	504.8	633.2	859.8	817.8	760.8
법인세비용	143.3	156.8	228.6	219.2	203.9
당기순이익	361.5	476.4	631.2	598.6	556.9
지배주주	360.9	475.5	630.0	600.1	557.6

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>자산 총계</b>	<b>53,422.6</b>	<b>50,075.1</b>	<b>59,782.7</b>	<b>63,233.7</b>	<b>66,858.2</b>
현금 및 예치금	7,228.1	5,961.6	6,763.0	5,783.6	4,370.6
유가증권	38,429.1	35,170.2	39,703.2	41,995.1	44,402.2
대출채권	5,403.8	6,304.3	6,310.5	6,674.8	7,057.4
유형자산	347.9	181.8	178.1	175.1	172.3
기타자산	2,013.5	2,457.1	6,827.9	8,605.1	10,855.6
<b>부채 총계</b>	<b>48,368.8</b>	<b>44,683.0</b>	<b>53,879.1</b>	<b>56,930.9</b>	<b>60,188.6</b>
예수부채	4,045.4	4,338.3	6,227.9	6,741.2	7,296.9
차입부채	15,607.4	17,552.7	21,170.0	22,029.5	22,924.0
발행사채	3,825.7	2,669.9	3,191.2	3,191.2	3,191.2
기타부채	24,890.2	20,122.0	23,290.1	24,968.9	26,776.4
<b>자본총계</b>	<b>5,053.8</b>	<b>5,392.1</b>	<b>5,903.5</b>	<b>6,302.8</b>	<b>6,669.6</b>
지배주주지분	5,047.6	5,385.1	5,897.0	6,296.3	6,663.1
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	2,635.0	3,034.2	3,401.1
기타자본	146.6	159.5	193.9	193.9	193.9

### Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성</b>					
자산 총계	21.7	-6.3	19.4	5.8	5.7
부채 총계	23.8	-7.6	20.6	5.7	5.7
예수부채	31.3	7.2	43.6	8.2	8.2
차입부채	4.1	12.5	20.6	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	4.5	6.7	9.5	6.8	5.8
순영업손익	5.4	12.6	24.9	-1.3	-6.5
Brokerage	18.1	-23.2	138.6	-0.8	-22.6
순이자손익	9.6	-0.7	8.0	6.2	5.0
판매비	-2.5	17.4	4.8	4.8	-5.1
영업이익	17.6	6.5	53.3	-7.2	-8.0
당기순이익(지배)	3.1	31.8	32.5	-4.7	-7.1
<b>수익성</b>					
영업이익률	43.9	41.5	50.9	47.9	47.1
판매비율	56.1	58.5	49.1	52.1	52.9

### Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS (원)	1,206	1,587	2,103	2,003	1,861
BPS (원)	16,863	17,974	19,683	21,016	22,240
DPS (원)	500	500	662	631	586
<b>밸류에이션</b>					
PER (배)	10.8	8.0	5.5	5.8	6.3
PBR (배)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
<b>수익성</b>					
ROE (%)	7.3	9.1	11.2	9.8	8.6
ROA (%)	0.7	0.9	1.1	1.0	0.9
<b>배당지표</b>					
배당성향 (%)	38.9	29.5	29.5	29.5	29.5
배당수익률 (%)	3.8	3.9	5.7	5.4	5.0
<b>안정성</b>					
순자본비율	1,365.2	1,307.7	1,498.5	1,450.7	1,354.2
레버리지비율	944.2	829.5	904.5	896.1	895.4



## 삼성증권 (016360)

Buy, TP 52,000원

4Q20E 순이익 1,454억원(-37.8% QoQ, +62.7% YoY)으로 추정한다. 국내 및 해외 거래대금이 지속적으로 증가하고 있어 리테일 호조 이어질 전망이다. 글로벌 증시 호조 역시 이어지며 ELS 조기상환 이어지고 있으나 전분기 대비 만기가 짧게 남아있는 상품의 조기 상환 비중이 높았다. 또한 ELS 평가 방식 변경으로 부채평가 금액이 반영될 예정이다. 당사의 리스크 헤지 및 개인투자자의 직접 투자 기조로 ELS 재발행 규모가 감소하고 있다. 타 대형사와 달리 자산재평가에 따른 손실 인식 미미한 점 긍정적으로 평가한다.

투자의견을 Buy 유지하고 적정주가를 52,000원으로 6.1% 상향 조정한다. 21년 EPS 추정치 9.2%, ROE 0.8%p 상향 조정했다. WM 비중이 높은 동사의 특성상 최근 개인투자자의 증가 추세 긍정적이다. 국내외 주식 예탁 자산 및 거래대금 증가에 손익 민감도 높다. 다만, 직접 투자 기조가 이어지며 ELS 재발행 규모가 감소하고 있어 상품운용손익 규모는 감소할 가능성 있다.

표16 4Q20E Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	419.4	308.5	35.9	525.4	-20.2		
영업이익	197.7	114.1	73.4	316.9	-37.6	204.1	-3.1
당기순이익	145.4	89.4	62.7	233.7	-37.8	146.8	-0.9
당기순이익(지배)	145.4	89.4	62.7	233.7	-37.8	152.3	-4.5

자료: 삼성증권, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표17 Valuation table

적정주가	52,000원
이론주가	51,697원
2021년 BPS	58,564원
적정 PBR	0.92배
PBR Premium	0%
이론 PBR	0.92배
2021년 ROE	10.4%
Growth rate	1.0%
Cost of Equity	11.2%
Beta	1.28
Risk Free Rate	1.5%
Risk Premium	7.6%

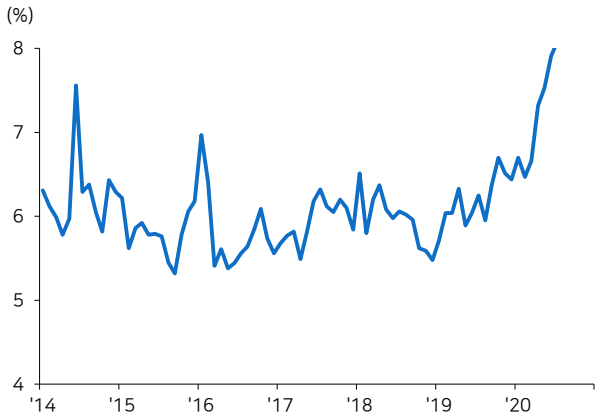
자료: 메리츠증권 리서치센터

표18 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	530.8	483.8	526.3	528.1	-0.8	9.2
EPS (원)	5,944	5,418	5,894	5,914	-0.8	9.2
BPS (원)	54,973	58,291	54,942	58,564	-0.1	0.5
ROE (%)	10.8	9.6	10.7	10.4	-0.1	0.8

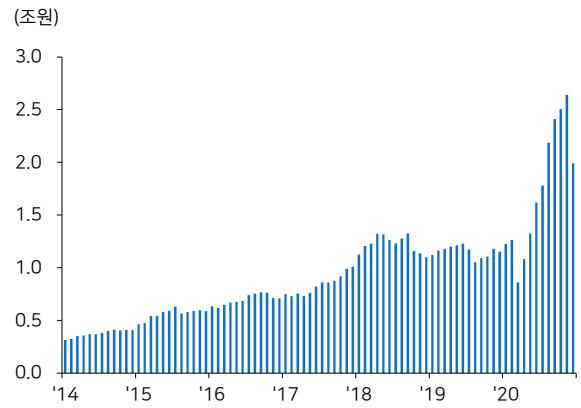
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림31 Brokerage 약정 MS



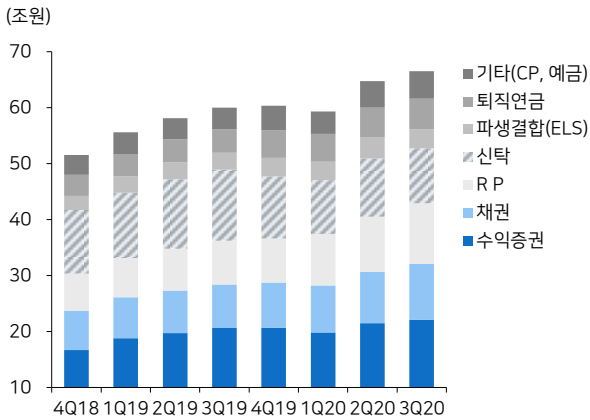
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림32 신용잔고



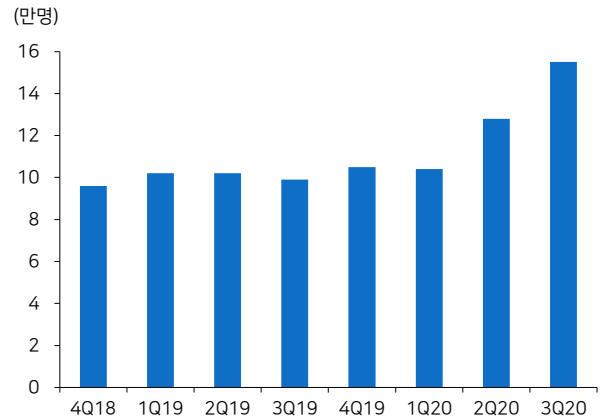
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림33 WM 잔고



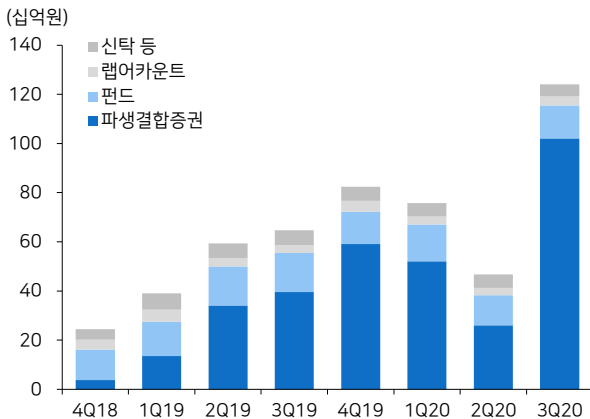
자료: 삼성증권, 메리츠증권 리서치센터

그림34 1억원 이상 고객 수



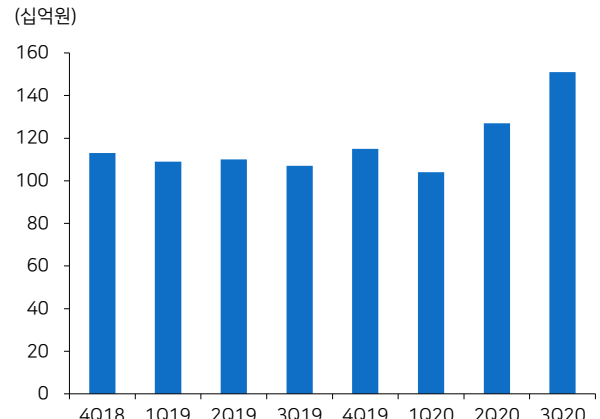
자료: 삼성증권, 메리츠증권 리서치센터

그림35 금융상품 판매수익



자료: 삼성증권, 메리츠증권 리서치센터

그림36 개인고객자산 잔고



자료: 삼성증권, 메리츠증권 리서치센터

## 삼성증권 (016360)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	1,134.2	1,221.7	1,510.8	1,584.2	1,619.6
Brokerage 수익	409.4	327.1	823.1	823.2	700.8
IB 수익	65.2	91.4	76.2	72.9	71.9
금융상품판매수익	62.2	58.9	54.6	57.5	61.0
자산관리수수료	42.1	42.3	36.1	37.3	38.8
기타수수료 수익	103.2	119.5	99.8	90.6	117.6
수수료비용	115.4	123.2	162.5	161.3	136.8
상품운용손익	106.2	202.1	-50.6	48.1	126.1
이자손익	469.7	508.1	614.8	602.2	627.4
기타 손익	-8.5	-3.0	19.2	13.7	12.8
판매관리비	676.1	704.2	797.6	867.6	888.8
영업이익	458.1	517.5	713.2	716.6	730.8
영업외 손익	3.3	5.2	8.1	4.8	5.4
세전이익	461.4	522.6	717.9	721.5	736.2
법인세비용	127.3	130.9	191.6	193.4	197.3
당기순이익	334.1	391.8	526.3	528.1	538.9
지배주주	334.1	389.8	526.3	528.1	538.9

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>자산 총계</b>	<b>38,330.6</b>	<b>44,839.3</b>	<b>57,932.6</b>	<b>61,435.9</b>	<b>65,372.0</b>
현금 및 예치금	5,253.7	4,403.7	5,300.4	4,625.5	3,693.5
유가증권	25,707.0	31,679.9	39,883.7	42,295.6	45,005.4
대출채권	5,206.5	6,302.9	7,403.4	7,851.1	8,354.2
유형자산	44.5	86.7	95.4	95.4	95.4
기타자산	2,118.9	2,366.1	5,249.6	6,568.3	8,223.6
<b>부채 총계</b>	<b>33,668.5</b>	<b>39,890.0</b>	<b>53,026.3</b>	<b>56,206.1</b>	<b>59,603.3</b>
예수부채	5,836.0	7,040.5	11,673.1	12,635.3	13,676.9
차입부채	13,476.4	17,430.1	21,329.9	22,196.0	23,097.2
발행사채	669.0	739.5	1,038.3	1,038.3	1,038.3
기타부채	13,687.2	14,679.9	18,985.0	20,336.5	21,790.9
<b>자본총계</b>	<b>4,662.1</b>	<b>4,949.2</b>	<b>4,906.3</b>	<b>5,229.8</b>	<b>5,768.7</b>
지배주주지분	4,662.1	4,949.2	4,906.3	5,229.8	5,768.7
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	2,561.3	2,884.7	3,423.7
기타자본	102.4	122.9	143.1	143.1	143.1

## Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성</b>					
자산 총계	1.0	17.0	29.2	6.0	6.4
부채 총계	0.4	18.5	32.9	6.0	6.0
예수부채	3.7	20.6	65.8	8.2	8.2
차입부채	-7.1	29.3	22.4	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	5.7	6.2	-0.9	6.6	10.3
순영업수익	17.3	7.7	23.7	4.9	2.2
Brokerage	11.2	-20.1	151.7	0.0	-14.9
순이자손익	7.6	8.2	21.0	-2.1	4.2
판관비	11.4	4.2	13.3	8.8	2.4
영업이익	27.2	13.0	37.8	0.5	2.0
당기순이익(지배)	23.1	16.7	34.3	0.3	2.0
<b>수익성</b>					
영업이익률	40.4	42.4	47.2	45.2	45.1
판관비율	59.6	57.6	52.8	54.8	54.9

## Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS (원)	3,741	4,365	5,894	5,914	6,035
BPS (원)	52,207	55,422	54,942	58,564	64,599
DPS (원)	1,400	1,700	2,284	2,292	2,339
<b>밸류에이션</b>					
PER (배)	8.4	8.8	7.0	7.0	6.8
PBR (배)	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6
<b>수익성</b>					
ROE (%)	7.4	8.1	10.7	10.4	9.8
ROA (%)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
<b>배당지표</b>					
배당성향 (%)	37.4	38.9	38.7	38.7	38.7
배당수익률 (%)	4.4	4.4	5.5	5.5	5.7
<b>안정성</b>					
순자본비율	1,248.1	875.6	1,430.4	1,534.6	1,768.1
레버리지비율	694.3	754.2	870.7	866.3	835.6

## 키움증권 (039490)

Buy, TP 170,000원

4Q20E 지배주주 순이익 2,132억원(-19.0% QoQ, +157.9% YoY)으로 추정한다. 일평균 거래대금 27.6조원으로 전분기와 유사한 수준의 리테일 손익이 기대된다. 주식 시장 호조 이어 지고 있어 PI 부문 손익 양호하나 전분기 대비 소폭 감소 추정된다. 4월을 목표로 상반기 중 온라인 자산 관리 플랫폼을 출시할 예정이다. 계좌개설, 국내외 주식거래로 구분되어 있는 앱 또한 통합 준비 중이며 향후 마이데이터 인가 받아 통합 자산관리 플랫폼으로 변화할 계획이다.

투자 의견 Buy를 유지하고 적정주가를 170,000원으로 21.4% 상향 조정 한다. 21년 일평균 거래대금 호조 이어지고 있어 21E EPS 20.1%, ROE 2.4%p 상향 조정했다. 다만, RCPS 및 CB 전환되고 있어 당분간 오버행 부담 있다. 21년 2월 22일 이후 RCPS 상환 가능해 당분간 전환될 가능성 높다.

표19 4Q20E Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
순영업수익	444.1	238.1	86.5	475.4	-6.6		
영업이익	289.3	120.0	141.0	355.5	-18.6	210.3	37.6
당기순이익	213.0	84.8	151.3	263.7	-19.2	173.7	22.7
당기순이익(지배)	213.2	82.7	157.9	263.4	-19.0	164.0	30.1

자료: 키움증권, Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표20 Valuation table

적정주가	170,000원
이론주가	170,507원
2021년 BPS	128,807원
적정 PBR	1.33배
PBR discount	-10%
이론 PBR	1.47배
2021년 ROE	17.8%
Growth rate	1.0%
Cost of Equity	13.0%
Beta	1.44
Risk Free Rate	1.5%
Risk Premium	7.6%

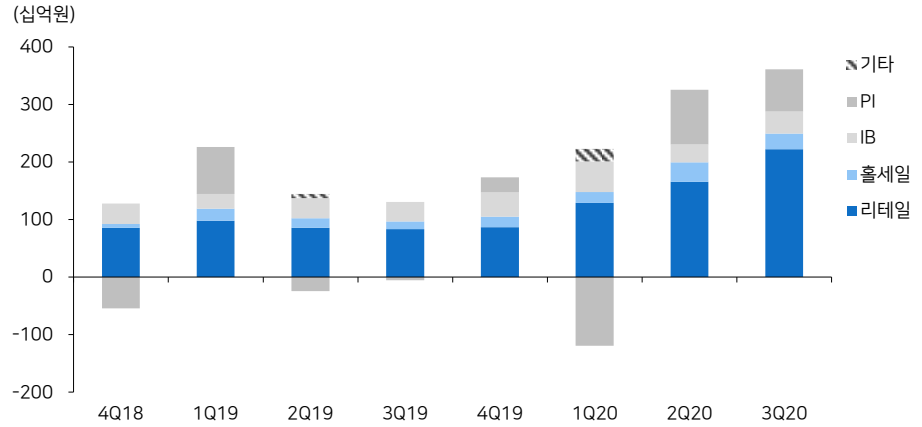
자료: 메리츠증권 리서치센터

표21 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
순이익	625.7	441.0	706.0	529.6	12.8	20.1
EPS (원)	25,118	17,703	27,125	21,234	8.0	19.9
BPS (원)	107,734	122,722	105,833	128,547	-1.8	4.7
ROE (%)	25.4	15.4	28.3	17.8	2.9	2.4

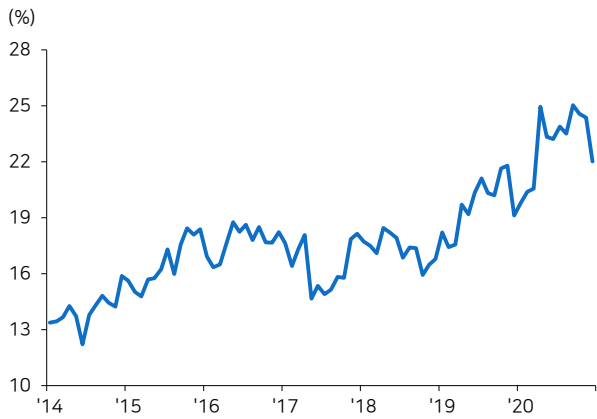
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림37 사업부문별 영업수지



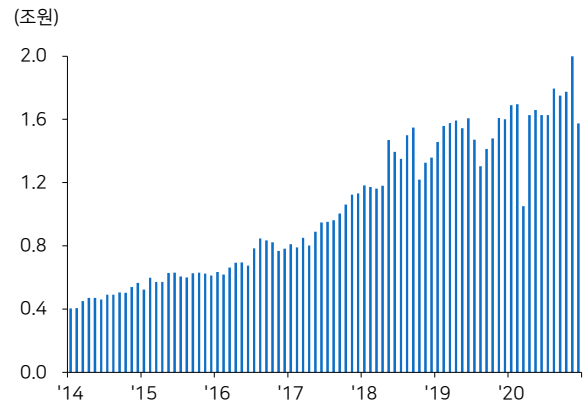
자료: 키움증권, 메리츠증권 리서치센터

그림38 Brokerage 약정 MS



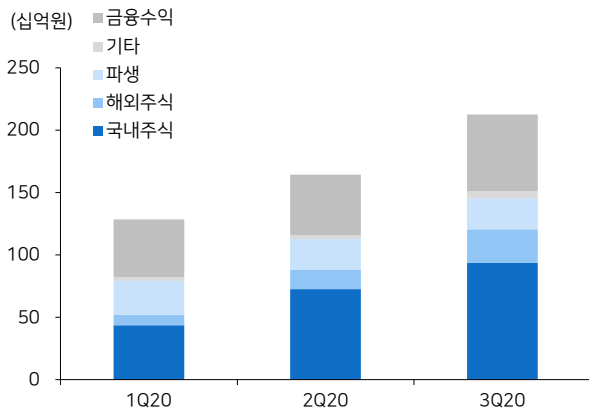
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림39 신용잔고



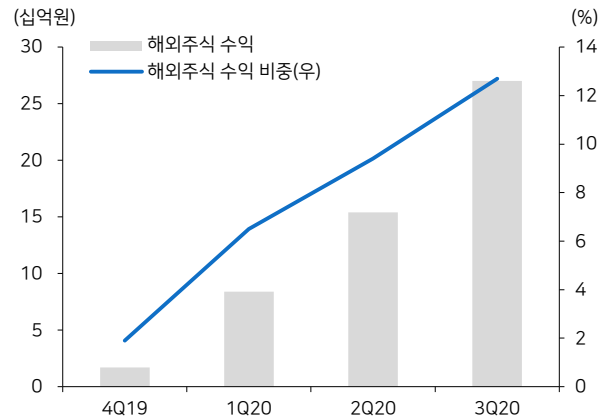
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림40 리테일 관련 손익



자료: 키움증권, 메리츠증권 리서치센터

그림41 해외주식 수익 및 비중



자료: 키움증권, 메리츠증권 리서치센터

## 키움증권 (039490)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
순영업수익	618.1	865.1	1,468.5	1,213.9	1,183.2
Brokerage 수익	243.4	243.8	705.2	723.2	607.7
IB 수익	48.2	70.4	80.5	79.8	77.7
금융상품판매수익	3.2	3.5	7.8	9.9	10.5
자산관리수수료	14.3	14.4	19.6	23.4	23.9
기타수수료 수익	116.7	140.3	136.9	137.3	136.8
수수료비용	102.9	109.7	228.2	220.6	185.9
상품운용손익	7.3	134.7	362.9	55.3	98.1
이자손익	242.5	302.4	379.5	391.4	403.8
기타 손익	45.5	65.3	4.2	14.1	10.7
판매관리비	329.1	391.4	499.3	497.3	511.2
영업이익	289.0	473.7	969.2	716.6	672.0
영업외 손익	-8.0	18.5	7.9	6.1	6.2
세전이익	281.0	492.2	977.1	722.7	678.2
법인세비용	87.8	130.2	272.1	193.7	181.7
당기순이익	193.2	362.0	705.0	529.0	496.4
지배주주	193.2	362.8	706.0	529.6	496.5

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>자산 총계</b>	<b>18,238.5</b>	<b>23,373.6</b>	<b>34,029.4</b>	<b>36,282.0</b>	<b>38,710.0</b>
현금 및 예치금	5,265.3	5,277.6	10,111.0	10,874.7	11,703.4
유가증권	7,372.5	11,223.2	13,860.8	14,778.3	15,767.3
대출채권	4,324.7	5,321.4	6,011.9	6,409.9	6,838.8
유형자산	197.1	262.8	368.0	382.9	398.5
기타자산	1,078.9	1,288.6	3,677.8	3,836.3	4,002.1
<b>부채 총계</b>	<b>16,173.6</b>	<b>21,115.2</b>	<b>31,251.3</b>	<b>33,052.5</b>	<b>34,984.0</b>
예수부채	5,303.3	6,416.5	12,232.6	13,240.9	14,332.4
차입부채	3,990.9	5,979.5	7,281.2	7,576.9	7,884.5
발행사채	2,203.9	3,380.1	3,863.0	3,863.0	3,863.0
기타부채	4,675.5	5,339.2	7,874.4	8,371.6	8,904.0
<b>자본총계</b>	<b>2,064.9</b>	<b>2,258.4</b>	<b>2,778.2</b>	<b>3,229.6</b>	<b>3,726.0</b>
지배주주지분	2,040.7	2,234.0	2,754.6	3,206.0	3,702.4
자본금	127.0	127.0	127.1	127.1	127.1
자본잉여금	529.8	527.2	529.3	529.3	529.3
이익잉여금	1,342.5	1,660.1	2,209.5	2,660.9	3,157.3
기타자본	65.6	-55.9	-111.3	-111.3	-111.3

### Key Financial Data I

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성</b>					
자산 총계	57.4	28.2	45.6	6.6	6.7
부채 총계	61.0	30.6	48.0	5.8	5.8
예수부채	5.3	21.0	90.6	8.2	8.2
차입부채	50.9	49.8	21.8	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	33.8	9.5	23.3	16.4	15.5
순영업손익	4.9	40.0	69.8	-17.3	-2.5
Brokerage	36.6	0.2	189.2	2.6	-16.0
순이자손익	32.3	24.7	25.5	3.1	3.2
판관비	20.4	18.9	27.6	-0.4	2.8
영업이익	-8.5	63.9	104.6	-26.1	-6.2
당기순이익(지배)	-19.6	87.7	94.6	-25.0	-6.3
<b>수익성</b>					
영업이익률	46.8	54.8	66.0	59.0	56.8
판관비율	53.2	45.2	34.0	41.0	43.2

### Key Financial Data II

(%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS (원)	7,609	14,574	27,125	21,234	19,906
BPS (원)	80,363	89,743	105,833	128,547	148,451
DPS (원)	1,500	2,000	3,611	2,680	2,513
<b>밸류에이션</b>					
PER (배)	10.3	5.5	4.7	7.0	7.5
PBR (배)	1.0	0.9	1.2	1.2	1.0
<b>수익성</b>					
ROE (%)	10.7	16.8	28.3	17.8	14.4
ROA (%)	1.3	1.7	2.5	1.5	1.3
<b>배당지표</b>					
배당성향 (%)	17.2	11.9	11.9	11.9	11.9
배당수익률 (%)	1.9	2.5	2.9	1.8	1.7
<b>안정성</b>					
순자본비율	455.4	466.2	813.2	972.2	1,167.7
레버리지비율	883.3	1,035.0	1,224.9	1,123.4	1,038.9

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

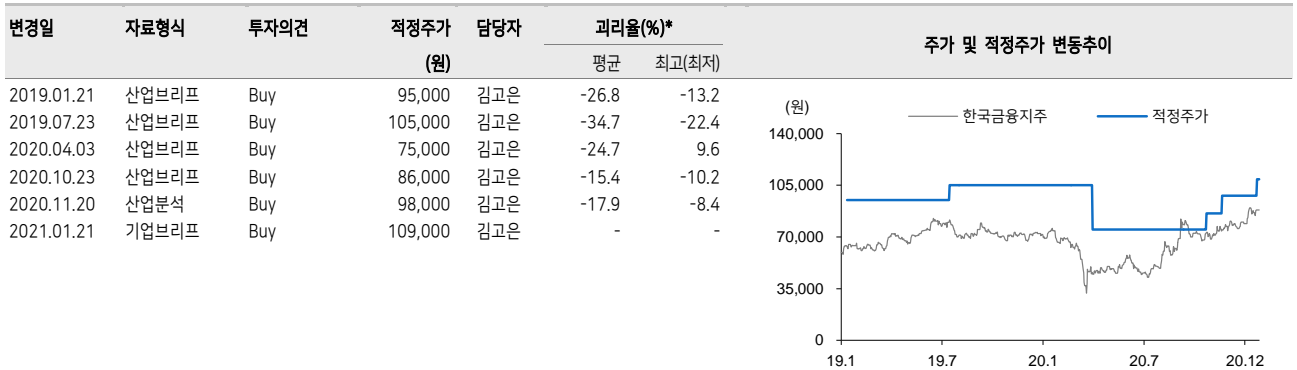
**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

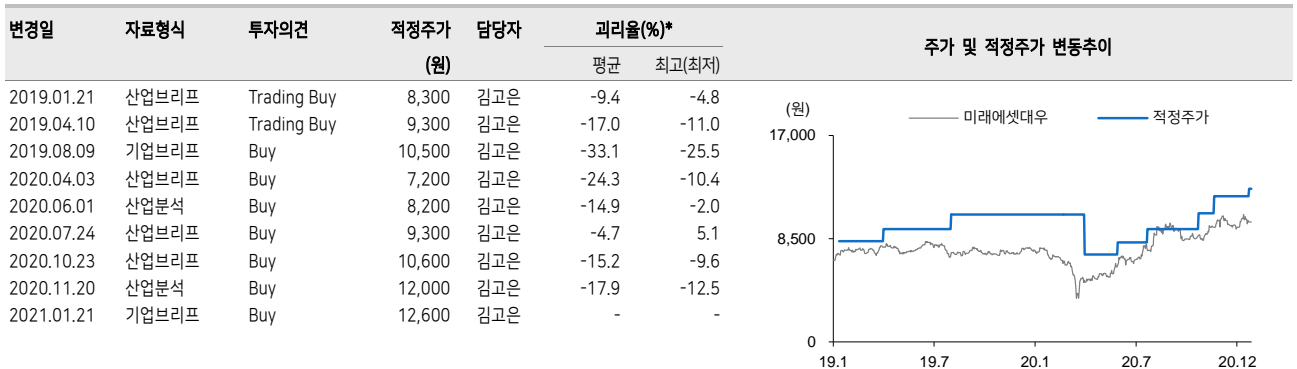
**한국금융지주 (071050) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



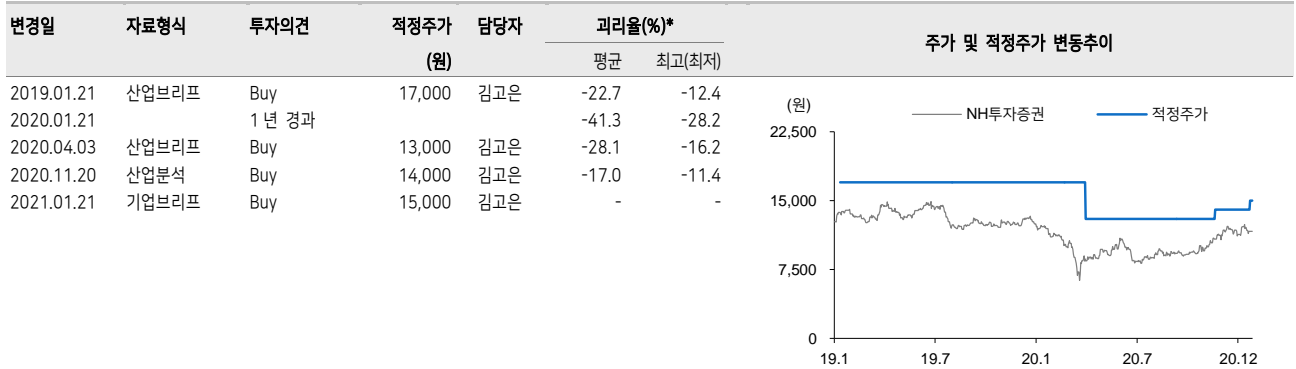
**미래에셋대우 (006800) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



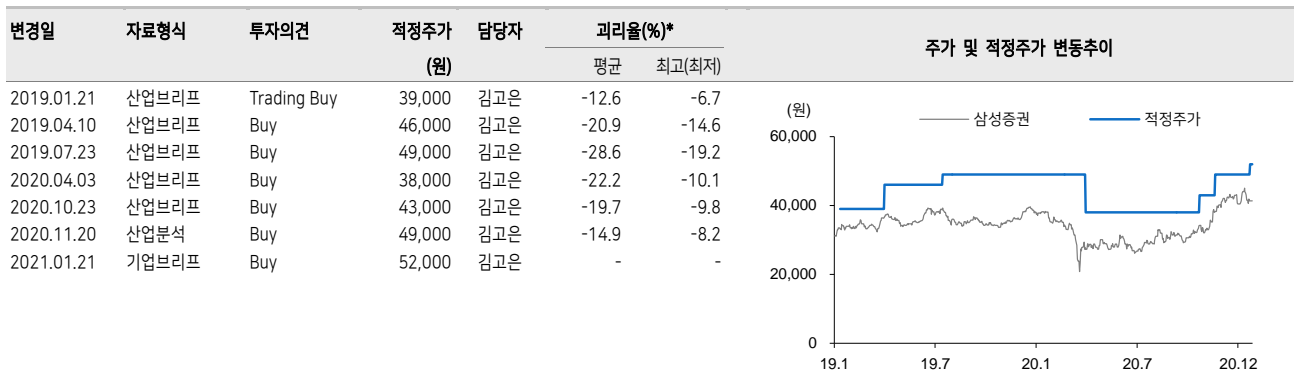
**NH 투자증권 (005940) 투자등급변경 내용**

\* 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

