



메리츠증권 (008560)

증권



정태준 CFA

02 3770 5585
taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (D)
목표주가	5,000원 (M)
현재주가 (6/4)	4,550원
상승여력	9%

시가총액	31,019억원
총발행주식수	746,939,661주
60일 평균 거래대금	122억원
60일 평균 거래량	2,697,774주
52주 고	5,020원
52주 저	3,000원
외인지분율	14.08%
주요주주	메리츠금융지주 외 3 인 49.17%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.0)	13.2	27.3
상대	(5.8)	6.3	(15.5)
절대(달러환산)	(2.2)	14.4	39.3

성장도, 환원도 불투명

투자의견 HOLD로 하향, 목표주가 5,000원 유지

동사는 2019년 부동산PF 규제로 인해 한 차례 투자포인트가 소멸한 바 있으나 이후 부족했던 리테일과 트레이딩 부문을 강화하는 한편 자본비율을 적극적으로 개선시키며 다음 기회를 준비하는 모습을 보여왔다. 그러나 최근 급격한 배당 정책 변화는 전략 방향성을 더욱 모호하게 만들었기 때문에 향후 동사에 대한 투자포인트를 정하기 어려워졌다. 이론적으로는 축소한 배당금액을 자사주 매입에 사용하면 예상 ROE는 유지되기 때문에 목표주가는 5,000원을 유지하지만 이 또한 불확실하다는 점과 투자포인트가 모호해졌다는 점을 반영해 투자의견은 기존 BUY에서 HOLD로 하향한다.

성장도 불투명

성장이 불투명해졌다고 판단하는 이유는 바뀐 배당 정책이 1) 10%대의 배당은 지속하되 2) 줄인 배당으로 자사주를 매입하는 방식이기 때문이다. 동사가 부동산PF 규제 이후 제시한 전략 방향이 종합 증권사로의 변화였던 만큼 오히려 자기자본 투자나 리테일 신용공여에 자본을 더 많이 활용하기 위해 배당을 줄인다고 했다면 성장에 방점을 찍는다는 점을 투자포인트로 제시할 수 있었을 것이다. 그러나 유출되는 자본은 유지하되 방식을 바꾼다는 것은 성장 전략으로 보기 어렵다.

환원도 불투명

환원이 불투명해졌다고 판단하는 이유는 자사주 매입 계획이 구체적으로 명시되어있지 않기 때문이다. 동사는 기존에 30%대의 배당성향을 보여왔었고, 2019년에는 부동산PF 규제에 대응하느라 20%로 낮아졌지만 2020년에 이에 대한 보상 차원에서 40%를 지급한 바 있어 가시적이고 예측 가능한 배당 정책을 보여왔다. 그렇기 때문에 이번 결정은 주주환원 정책의 투명성을 크게 훼손했다는 판단이다.

Quarterly earning Forecasts

	2Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(십억원, %)
순영업수익	363	-3.4	-23.7	350	3.9	
영업이익	190	-14.2	-33.2	198	-4.1	
세전이익	202	-5.4	-29.9	213	-4.8	
연결순이익	147	-5.8	-30.7	163	-10.0	
지배주주순이익	147	-5.8	-30.7	149	-1.8	

자료: 유안티증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021E	2022E
순영업수익	1,159	1,433	1,587	1,517
영업이익	680	828	873	793
지배순이익	555	565	656	595
PER (배)	4.9	5.3	4.7	5.2
PBR (배)	0.75	0.69	0.64	0.59
ROE (%)	14.8	12.8	13.2	11.0
ROA (%)	1.60	1.38	1.42	1.20

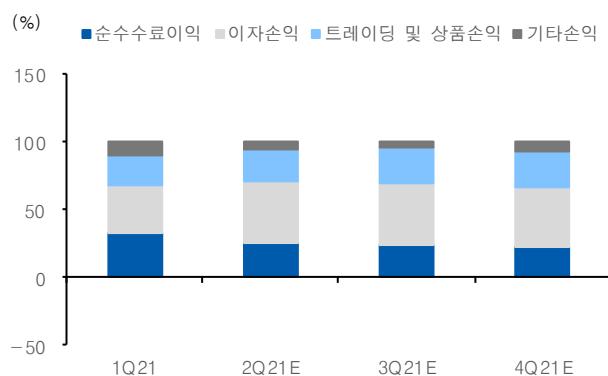
자료: 유안티증권

[표 1] 분기별 연결 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
순영업수익	476	363	365	383	1,433	1,587	1,517
순수수료이익	154	91	88	86	515	419	345
이자손익	170	168	169	170	675	676	679
트레이딩 및 상품손익	107	86	96	101	163	389	389
기타손익	45	19	13	26	80	104	104
판매비와 관리비	191	173	172	178	605	714	724
영업이익	285	190	193	205	828	873	793
영업외수익	29	4	22	19	82	74	74
영업외비용	24	-8	7	23	142	45	46
세전이익	289	202	209	202	767	901	821
법인세비용	77	56	57	55	202	245	226
연결당기순이익	212	147	151	146	565	656	595
지배주주순이익	212	147	151	146	565	656	595

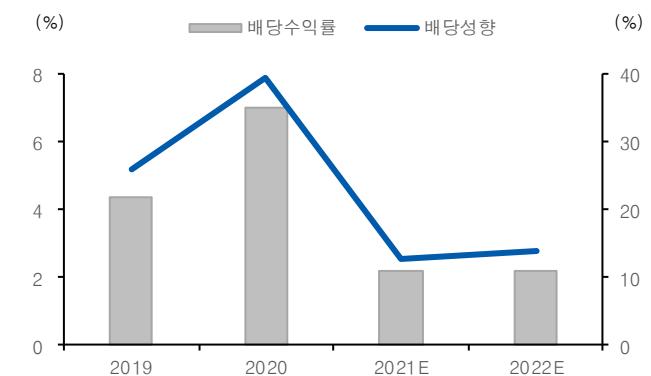
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 순영업수익 구성 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

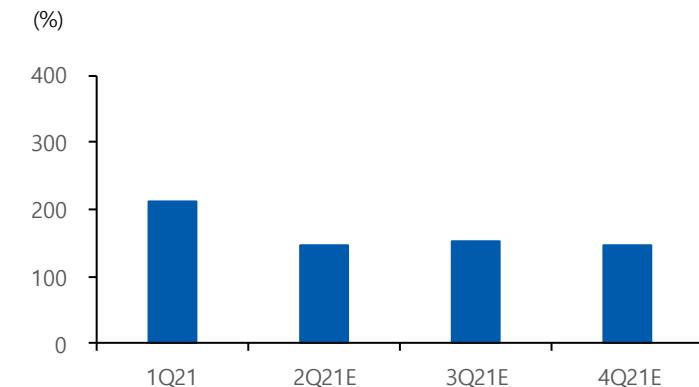
[그림 2] 배당수익률 vs. 배당성향 추이



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

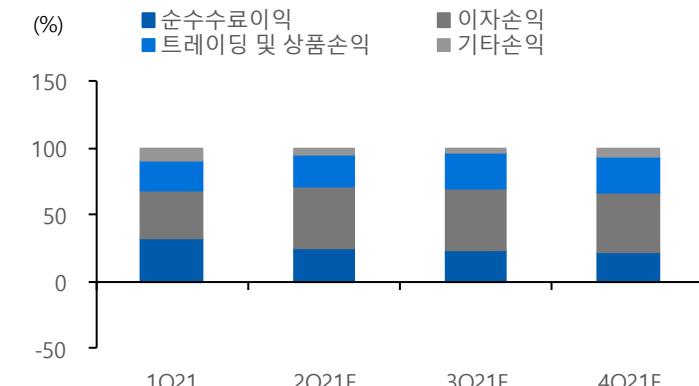
Key Chart

분기별 연결 실적 전망



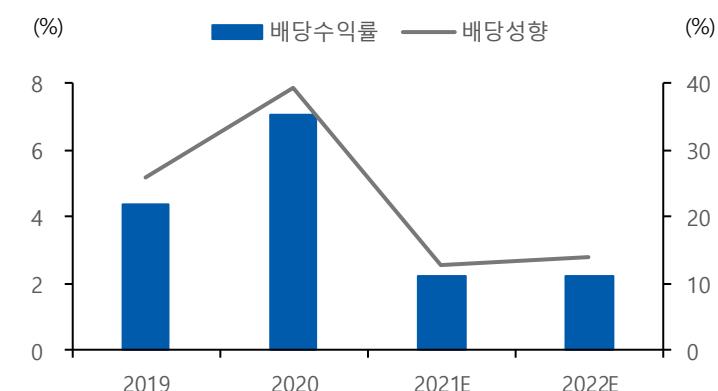
자료: 유안타증권 리서치센터

순영업수익 구성 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

배당수익률 vs. 배당성향 추이



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

메리츠증권 (008560) 추정재무제표 (K-IFRS)

별도 포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
		2019	2020	2021E	2022E	2023E
순영업수익	1,146	1,190	1,277	1,238	1,278	
순수수료이익	434	571	474	402	414	
수수료수익	473	611	510	431	444	
위탁매매	61	106	125	91	75	
자산관리	12	19	16	13	22	
IB 및 기타	400	485	369	327	347	
수수료비용	39	40	36	30	31	
이자손익	502	449	470	498	530	
트레이딩 및 상품손익	-24	102	242	247	243	
기타손익	233	68	92	92	92	
판매비와 관리비	423	538	609	619	639	
영업이익	723	652	668	619	639	
영업외수익	64	23	28	28	28	
영업외비용	10	99	2	2	2	
세전이익	777	576	694	645	665	
법인세비용	181	152	190	177	183	
당기순이익	596	424	505	467	482	

별도 재무상태표		(단위: 원, 배, 십억원)				
		2019	2020	2021E	2022E	2023E
자산	29,734	35,318	40,687	43,438	43,400	
현금 및 예치금	1,597	1,773	3,282	3,504	3,501	
유가증권	18,132	21,538	24,812	26,489	26,466	
대출채권	6,531	5,933	5,538	5,913	5,908	
유형자산	40	38	39	42	42	
무형자산	32	35	37	39	39	
투자부동산	10	7	7	8	8	
기타자산	3,392	5,994	6,972	7,443	7,437	
부채	25,750	30,771	35,901	38,328	38,294	
예수부채	1,291	1,947	1,946	2,052	2,044	
차입부채	22,991	26,530	28,865	30,842	30,821	
기타총당부채	24	56	65	70	70	
이연법인세부채	0	0	0	0	0	
기타부채	1,443	2,237	5,024	5,364	5,359	
자본	3,984	4,547	4,787	5,110	5,106	
자본금	717	776	776	776	776	
자본잉여금	1,579	1,720	1,720	1,720	1,720	
이익잉여금	1,406	1,682	1,961	2,345	2,390	
기타자본	282	369	329	269	219	

별도 ROA 분해		(단위: %)				
		2019	2020	2021E	2022E	2023E
순영업수익 구성						
순수수료이익	37.9	48.0	37.1	32.4	32.4	
수수료수익	41.3	51.4	39.9	34.8	34.8	
위탁매매	5.3	8.9	9.8	7.4	5.9	
자산관리	1.1	1.6	1.3	1.1	1.7	
IB 및 기타	34.9	40.8	28.9	26.4	27.2	
이자손익	43.8	37.7	36.8	40.2	41.4	
트레이딩 및 상품손익	-2.1	8.6	18.9	19.9	19.0	
기타손익	20.4	5.7	7.2	7.4	7.2	
자산회전율						
순수수료이익	1.46	1.62	1.17	0.92	0.95	
수수료수익	1.59	1.73	1.25	0.99	1.02	
위탁매매	0.20	0.30	0.31	0.21	0.17	
자산관리	0.04	0.05	0.04	0.03	0.05	
IB 및 기타	1.34	1.37	0.91	0.75	0.80	
이자손익	1.69	1.27	1.15	1.15	1.22	
트레이딩 및 상품손익	-0.08	0.29	0.59	0.57	0.56	
기타손익	0.78	0.19	0.23	0.21	0.21	

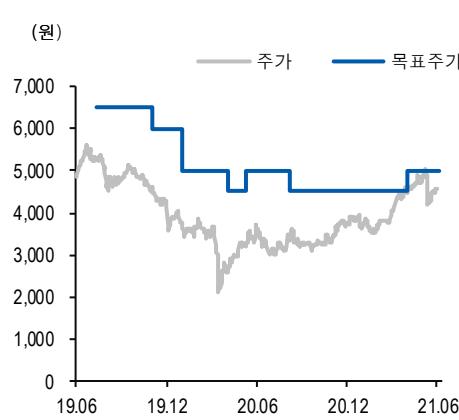
자료: Company data, 유안타증권

연결 재무제표		(단위: 십억원)				
		2019	2020	2021E	2022E	2023E
순영업수익	1,159	1,433	1,587	1,517	1,535	
순수수료이익	405	515	419	345	357	
이자손익	706	675	676	679	689	
트레이딩 및 상품손익	-27	163	389	389	385	
기타손익	74	80	104	104	104	
판매비와 관리비	479	605	714	724	744	
영업이익	680	828	873	793	791	
영업외수익	113	82	74	74	74	
영업외비용	26	142	45	46	46	
세전이익	767	767	901	821	819	
법인세비용	212	202	245	226	225	
연결기준순이익	555	565	656	595	593	
지배주주순이익	555	565	656	595	593	
비자배주주순이익	0	0	0	0	0	
자산	37,987	43,847	48,374	50,379	50,161	
부채	33,968	39,058	43,195	44,749	44,514	
자본	4,019	4,789	5,179	5,630	5,647	

주요 투자지표		(단위: 원, %)				
		2019	2020	2021E	2022E	2023E
Valuation						
P/B	0.75	0.69	0.64	0.59	0.59	
P/F	4.9	5.3	4.7	5.2	5.2	
배당수익률	4.4	7.0	2.2	2.2	2.2	
주당지표						
BPS	6,076	6,557	7,111	7,752	7,777	
EPS	925	865	971	881	878	
DPS	200	320	100	100	100	
성장성						
BPS 성장률	19.0	7.9	8.4	9.0	0.3	
EPS 성장률	30.6	-6.5	12.2	-9.3	-0.3	
수익성						
ROE	14.8	12.8	13.2	11.0	10.5	
ROA	1.60	1.38	1.42	1.20	1.18	
비중/수익비율	36.9	45.2	47.7	50.0	50.0	
영업이익률	58.7	57.8	55.0	52.3	51.5	
세전이익률	66.2	53.5	56.8	54.1	53.3	
순이익률	47.9	39.4	41.3	39.2	38.7	
재무레버리지 (별도)	7.3	7.8	8.5	8.5	8.5	

연결 ROA 분해		(단위: %)				
		2019	2020	2021E	2022E	2023E
순영업수익 구성						
순수수료이익	35.0	35.9	26.4	22.7	23.3	
이자손익	61.0	47.1	42.6	44.8	44.9	
트레이딩 및 상품손익	-2.3	11.4	24.5	25.7	25.1	
기타손익	6.4	5.6	6.5	6.8	6.7	
자산회전율						
순수수료이익	1.07	1.17	0.87	0.68	0.71	
이자손익	1.86	1.54	1.40	1.35	1.37	
트레이딩 및 상품손익	-0.07	0.37	0.81	0.77	0.77	
기타손익	0.20	0.18	0.21	0.21	0.21	
주식 수와 배당성향						
(단위: 백만 주, %)						
2019	688,250	746,901	746,901	746,901	746,901	
보통주	617,311	675,962	675,962	675,962	675,962	
우선주	70,939	70,939	70,939	70,939	70,939	
배당성향	26.0	39.4	12.7	14.0	14.1	
보통주배당성향	22.3	35.8	9.6	10.6	10.7	
우선주배당성향	3.8	3.6	3.1	3.4	3.4	

매리츠증권 (008560) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-06-07	HOLD	5,000	1년		
2021-04-05	BUY	5,000	1년		
2020-08-11	BUY	4,500	1년	-18.60	2.44
2020-05-13	BUY	5,000	1년	-34.13	-26.00
2020-04-06	BUY	4,500	1년	-33.14	-26.67
2020-01-06	BUY	5,000	1년	-33.35	-22.40
2019-11-05	BUY	6,000	1년	-31.68	-24.67
2019-07-16	BUY	6,500	1년	-25.06	-17.23
담당자변경					
2019-01-30	BUY	6,100	1년	-18.19	-7.70

자료: 유안타증권

주: 괴리를 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-06-02

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정태준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.