

증권

Neutral (신규)

금융, 새로운 길을 가다

3 증권: 선별적 접근의 중요성

9.7



증권: 선별적 접근의 중요성

| | |
|-----------------------------------|----|
| Key Chart | 4 |
| 1. 소동대이(小同大異) | 10 |
| 1) 다변화된 증권사의 수익원 | 11 |
| 2) 다변화의 원천, 자본력 | 13 |
| 3) 증권사별 부문별 특징 비교 (1) 브로커리지 민감도 | 19 |
| 4) 증권사별 부문별 특징 비교 (2) 시장 변동성과 연관된 | 20 |
| 2. 공존하는 기대와 우려 | 22 |
| 1) 일평균 거래대금 20 조원대 vs. 부동산 PF 우려 | 22 |
| 2) 증권사 부동산 PF 현황 | 23 |
| 3. 중장기 증권주를 고르는 기준, ROE | 28 |
| 4. 투자전략 및 Valuation | 30 |
| 기업분석 | |
| 키움증권 (039490) 강점 발휘 | 34 |
| 삼성증권 (016360) 이유있는 투자 매력도 | 37 |
| NH 투자증권 (005940) 신뢰 구축 효과 | 40 |
| 한국금융지주 (071050) 과도한 걱정 | 43 |
| 미래에셋증권 (006800) ROE 회복을 향해 | 46 |

Top Picks

| 종목 | 투자의견 | 적정주가 |
|---------------|----------|----------|
| 키움증권 (039490) | Buy (신규) | 124,000원 |
| 삼성증권 (016360) | Buy (신규) | 47,000원 |



Summary

증권사들의 5개년 ROE 분산은 9.7로 금융주 중 변동성이 가장 높다. 이는 투자전략이 과거와는 달라져야 함을 뜻한다.

지난 10년간 증권사들의 자기자본 규모가 크게 확대되었다. 초대형 IB 지정 기준인 4조원을 넘어, 종합투자계좌(IMA) 사업 진출 기준인 8조원까지도 바라보는 시대가 도래하였다.

달라진 증권사들의 자본력은 각자만의 사업영역을 구축해나가는 원동력으로 작용하였다. 자본 수준에 따른 수익 추구 형태도 달라졌기 때문이다. 전통IB, 부동산 PF 등 위험 인수 기능이 활성화되었다. 그 결과 증권사들은 각자만의 고유한 특성을 지니게 되었다. 이는 증권사별로 거래대금과의 민감도가 상이해진 이유이다(거래대금 민감도 키움증권 0.8 vs. 미래에셋증권 -0.1).

우선 거래대금 변동에 따른 브로커리지 수익 민감도가 높은 증권사는 키움증권>삼성증권>NH투자증권>미래에셋증권>한국투자증권 순으로 추정된다.

브로커리지 수익 외 부문인 IB 수익, 트레이딩 및 금융상품 수익 등은 시장 상황에 따라 변동성이 높다는 점에서 정확히 추정하기에 어려움이 있다. 다만 해당 부문을 간접적으로 파악할 수 있는 원천은 각 증권사들의 자산 구조이다. 이를 통해 살펴본 결과 자산 중 브로커리지와 관련된 신용거래유자 제외 기준 IB, 트레이딩 및 금융상품 수익 등 관련된 자산 비중이 높은 증권사는 한국투자증권>미래에셋증권>NH투자증권>삼성증권>키움증권 순으로 추정된다.

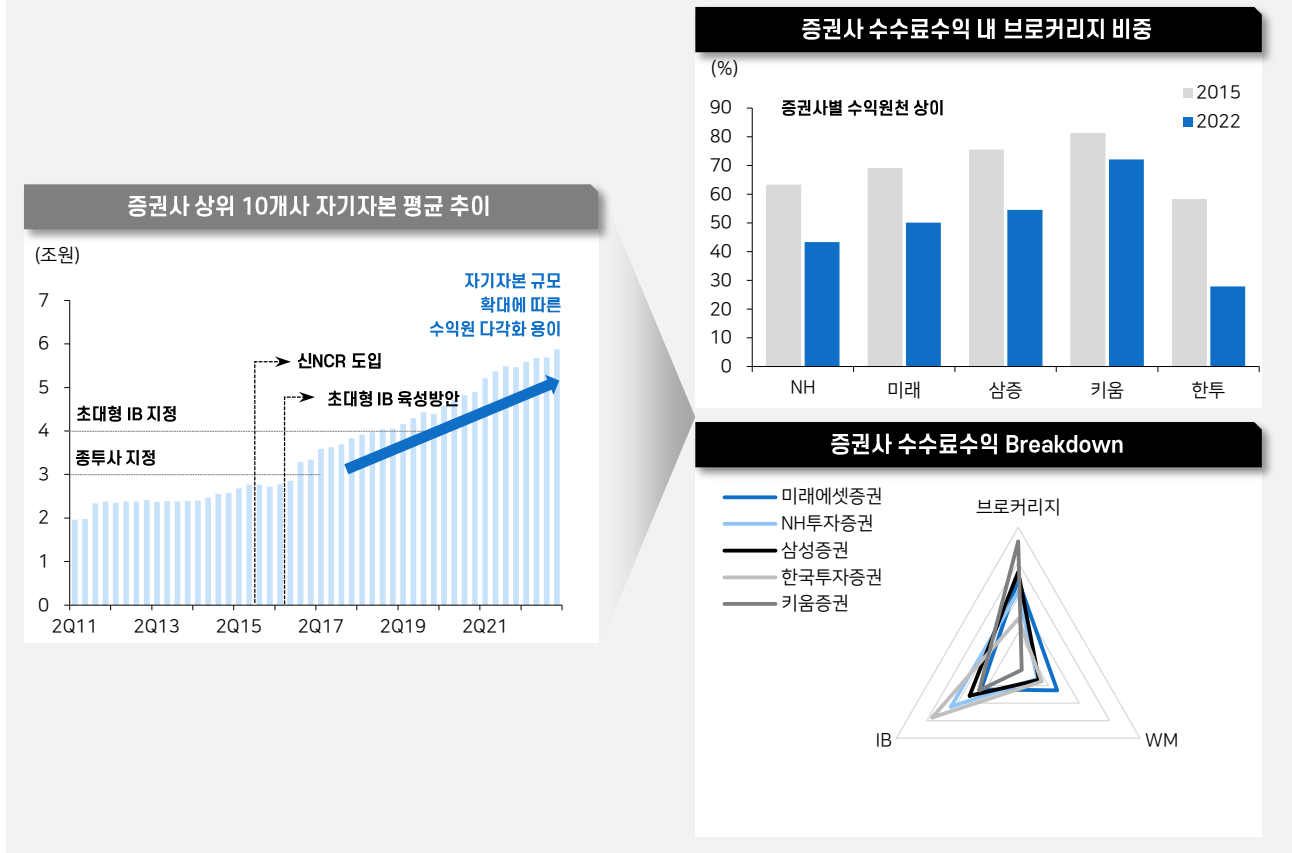
증권 업종에 대해 Neutral 의견을 제시하며 커버리지를 개시한다. 1) 거래대금 증가(3Q23 일평균 거래대금 23.1조원 vs. 2Q23 21.2조원, 3Q22 13.8조원) 및 신용공여 잔고가 높은 수준(7~8월 평균 20.3조원 vs. 2Q23 19.4조원, 3Q23 18.7조원)을 유지하고 있는 현 상황 상 브로커리지 관련 수익 증가를 기대할 수 있겠으나, 2) 부동산PF 관련 우려가 여전히 짙기 때문이다.

다만 종목별 선별적 접근은 유효하다. 현 상황 상 1) 브로커리지 수익 비중이 높고, 2) 부동산PF 익스포져가 적은 증권사들은 안정적 실적 및 배당수익까지 기대할 수 있겠다. 이러한 관점 하 업종 내 키움증권, 삼성증권을 Top-pick으로 제시한다.

중장기적으로 ROE 제고 방안이 Valuation의 주요 관건으로 작용할 전망이다. 현 국내 증권사의 ROE는 변동성이 높다(18~23E ROE 분산 9.7 vs. 은행 0.6). 1) 시장 변동성에도 불구하고 안정적인 수익원 확보를 통해 ROE를 높은 수준으로 유지하거나, 2) 배당정책 등 활용으로 ROE를 제고하는 증권사들 중심으로 Valuation Re-rating이 예상된다.

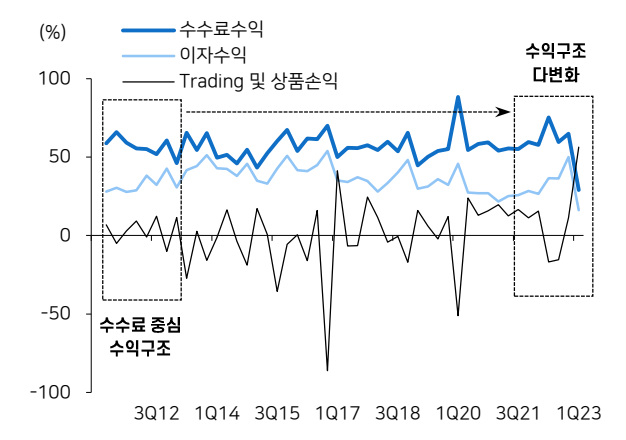
Key Chart

그림1 자본 규모 확대에 따른 증권사별 상이한 수익원천



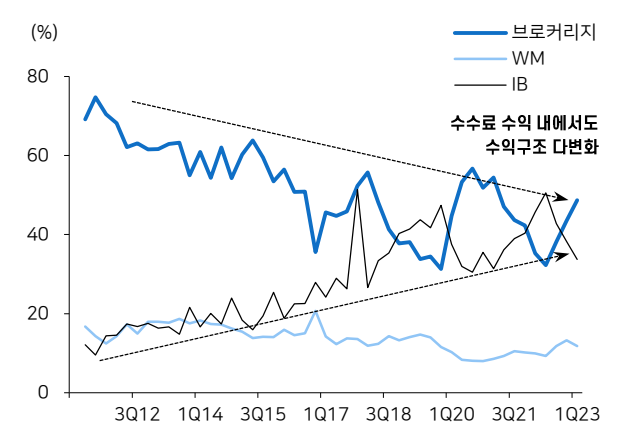
자료: Fisis, Quantwise, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림2 증권사 영업수익 Breakdown 추이



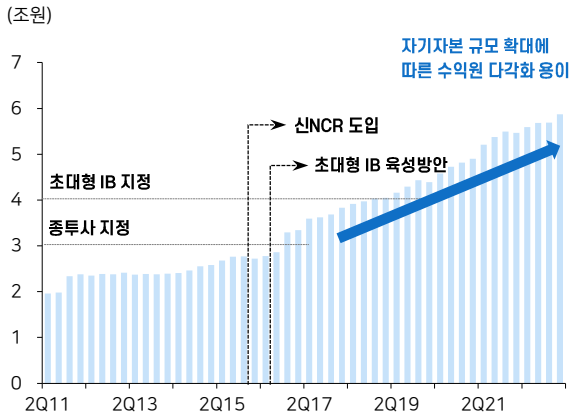
주: 국내 증권사 합산 기준
자료: Fisis, 메리츠증권 리서치센터

그림3 증권사 수수료수익 Breakdown 추이



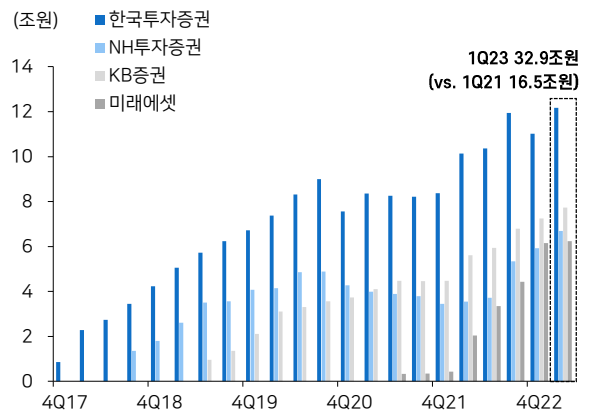
주: 국내 증권사 합산 기준
자료: Fisis, 메리츠증권 리서치센터

그림4 증권사 상위 10개사 자기자본 평균 추이



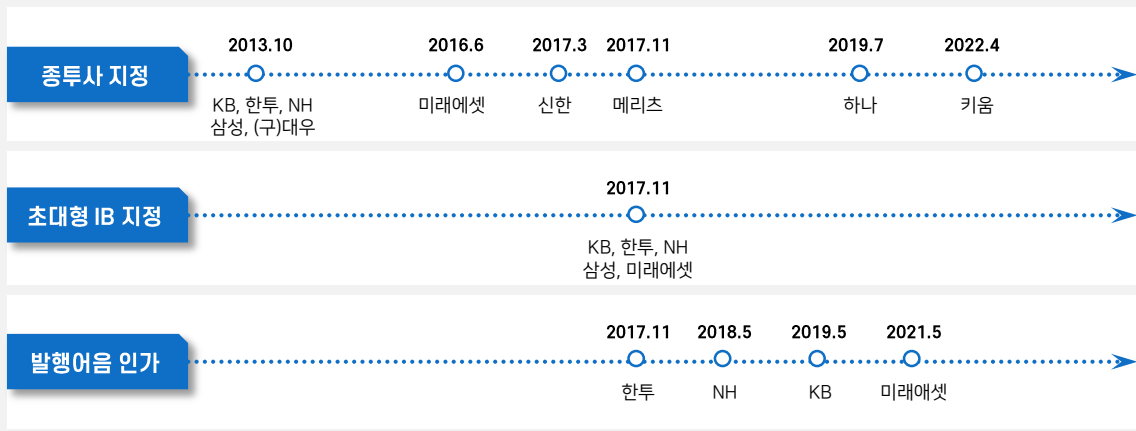
자료: Fisis, 메리츠증권 리서치센터

그림5 증권사 발행어음 잔고 추이



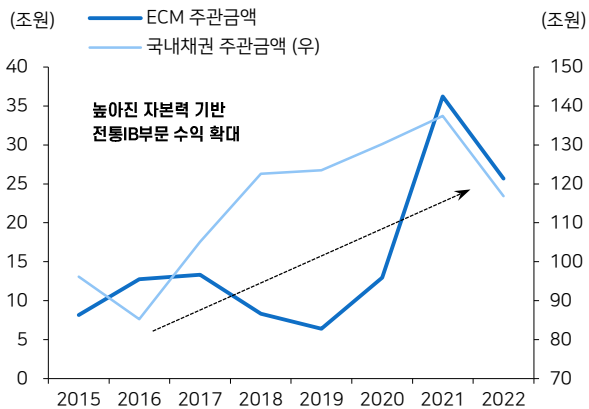
자료: Fisis, 메리츠증권 리서치센터

그림6 증권사 현황



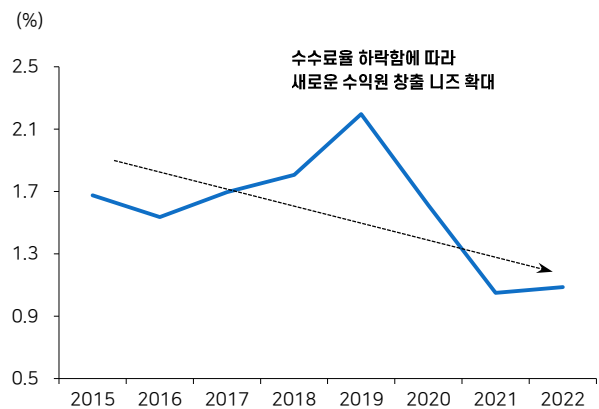
자료: 각 사, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림7 증권사 ECM 및 국내채권 주관금액 추이



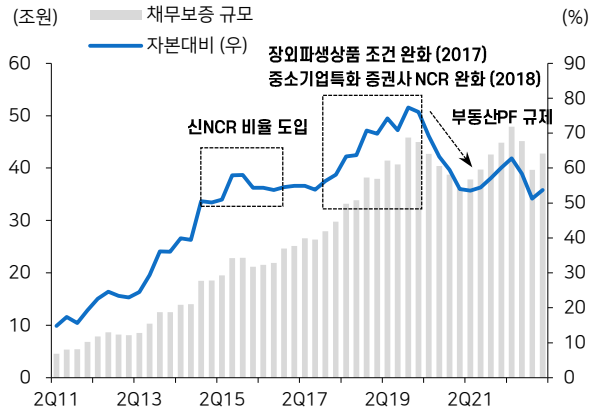
자료: 더벨, 메리츠증권 리서치센터

그림8 증권사 ECM 수수료율 추이



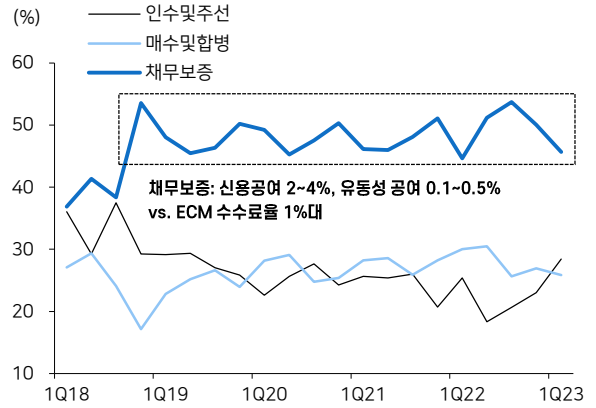
자료: 더벨, 메리츠증권 리서치센터

그림9 증권사 채무보증 업권 합산 및 자본대비 비중 추이



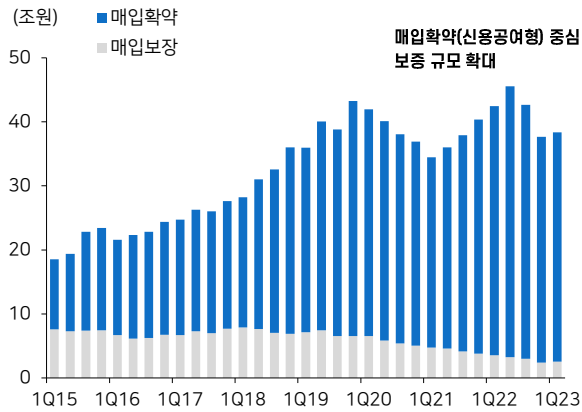
주: 국내증권사 합산 기준/자료: 자본시장연구원, Fisis, 메리츠증권 리서치센터

그림10 증권사 IB부문 수수료수익 Breakdown 추이



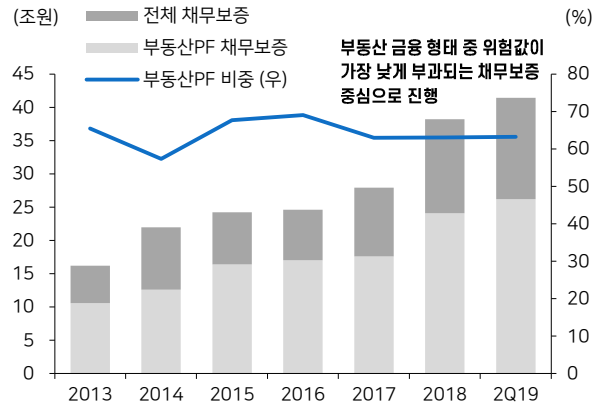
주: 국내증권사 합산 기준/자료: Fisis, 메리츠증권 리서치센터

그림11 채무보증: 매입확약(신용공여형) vs 매입보장(유동성공여형)



자료: Fisis, 메리츠증권 리서치센터

그림12 전체 채무보증 vs. 부동산PF 채무보증



자료: 금융감독원, Fisis, 메리츠증권 리서치센터

그림13 증권사별 브로커리지 수익 민감도 및 자산구조



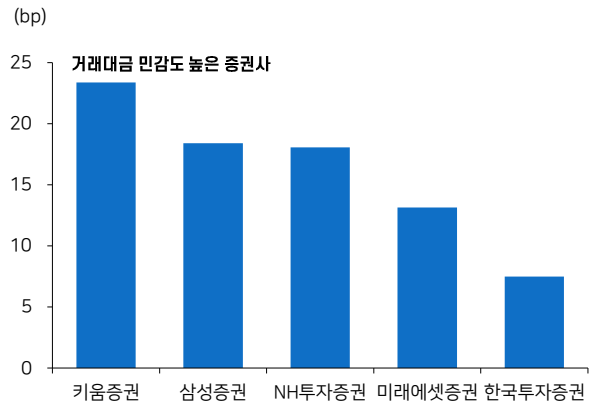
주: 브로커리지 수수료율 및 M/S, 자산구조 - 2Q23 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표1 브로커리지 수수료수익 ROE 기여도 민감도 분석

| 자본 4,000 | | 시장점유율 (%) | | | | | | | |
|-------------|------|-----------|------|------|------|------|------|------|--|
| ROE 증가폭(%p) | | 8 | 10 | 12 | 14 | 16 | 18 | 20 | |
| 수수료율 (%) | 0.01 | 0.05 | 0.06 | 0.07 | 0.09 | 0.10 | 0.11 | 0.12 | |
| | 0.02 | 0.10 | 0.12 | 0.15 | 0.17 | 0.20 | 0.22 | 0.25 | |
| | 0.03 | 0.15 | 0.18 | 0.22 | 0.26 | 0.30 | 0.33 | 0.37 | |
| | 0.04 | 0.20 | 0.25 | 0.30 | 0.34 | 0.39 | 0.44 | 0.49 | |
| | 0.05 | 0.25 | 0.31 | 0.37 | 0.43 | 0.49 | 0.55 | 0.61 | |
| 자본 7,500 | | 시장점유율 (%) | | | | | | | |
| ROE 증가폭(%p) | | 8 | 10 | 12 | 14 | 16 | 18 | 20 | |
| 수수료율 (%) | 0.01 | 0.03 | 0.03 | 0.04 | 0.05 | 0.05 | 0.06 | 0.07 | |
| | 0.02 | 0.05 | 0.07 | 0.08 | 0.09 | 0.10 | 0.12 | 0.13 | |
| | 0.03 | 0.08 | 0.10 | 0.12 | 0.14 | 0.16 | 0.18 | 0.20 | |
| | 0.04 | 0.10 | 0.13 | 0.16 | 0.18 | 0.21 | 0.24 | 0.26 | |
| | 0.05 | 0.13 | 0.16 | 0.20 | 0.23 | 0.26 | 0.30 | 0.33 | |

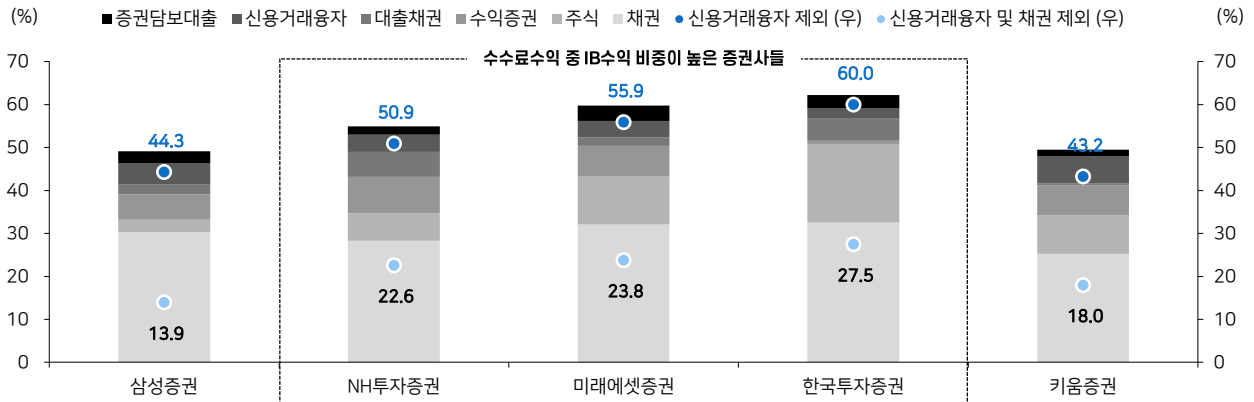
주: 일평균 거래대금 1조원 증가 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 일평균 거래대금 1조원 증가 시, 증권사별 ROE 증가폭



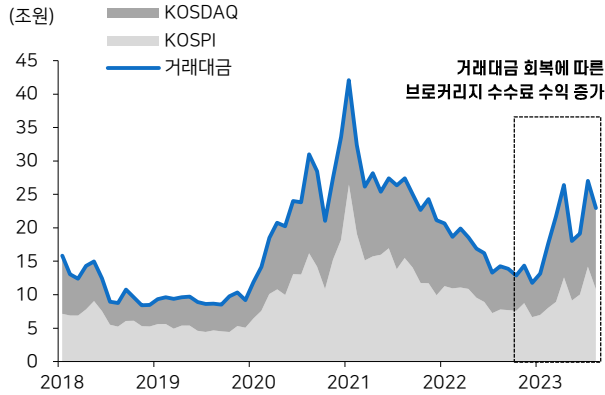
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림15 증권사별 자산 Breakdown (2Q23)



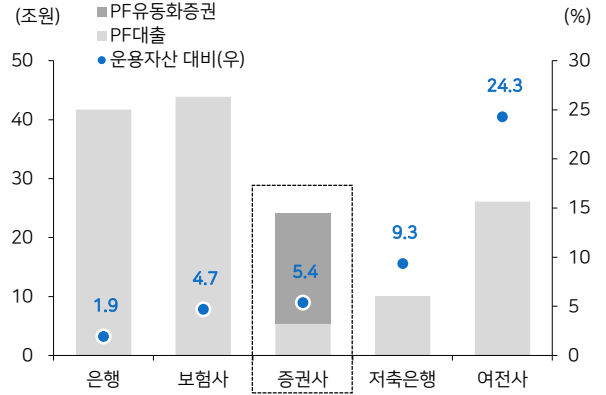
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림16 코스피, 코스닥 거래대금 추이



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

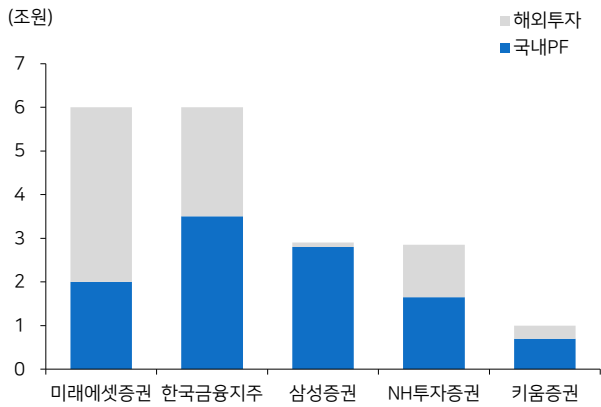
그림17 업권별 부동산PF 익스포저 (1Q23)



자료: 은행, 저축은행, 여전사 - 대출자산 / 보험사 - 운용자산 / 증권사 - 대출채권 및 유가증권 자산 합계

자료: 한국은행, 나이스신용평가, 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

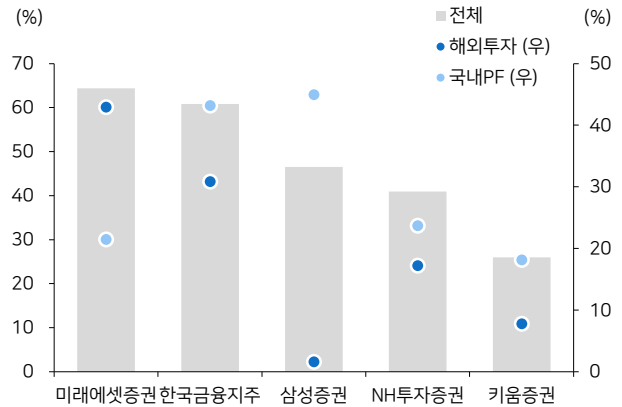
그림18 증권사 국내 부동산PF 및 해외 투자 익스포저 현황



주: 2Q23 기준

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림19 증권사 자본대비 국내 부동산PF, 해외 투자 비중



주: 2Q23 기준

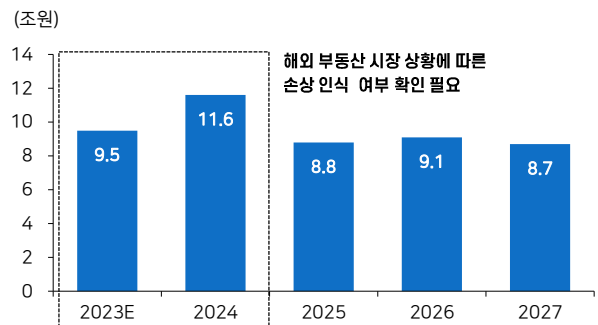
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표2 부동산PF 리스크 요인

| | |
|------------------|-------------------------------------|
| 투자지역 | 수도권 비중이 낮을수록 리스크 증가 |
| 사업단계 | 브릿지론 비중이 높을수록 리스크 증가 |
| 상환순위 | 선순위 비중이 낮을수록 리스크 증가 |
| LTV 비중 | 고LTV일수록 리스크 증가 |
| 분양률 | 주택시장 상황에 따라 결정 |
| 증권사 외 기관 신용보강 여부 | 신용 공여 제공하는 기관이 존재할 경우, 증권사의 부담요인 감소 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

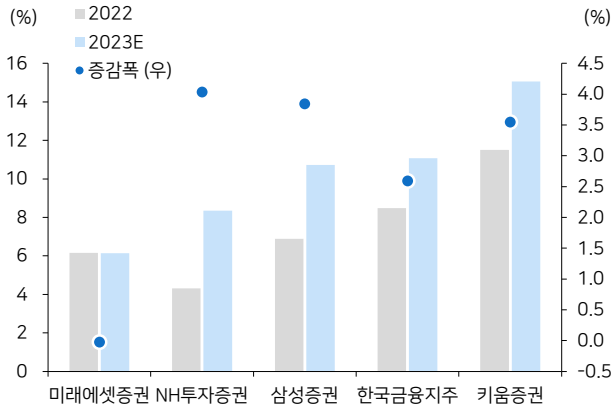
그림20 해외부동산펀드 만기 도래 현황



주: 22년 말 기준

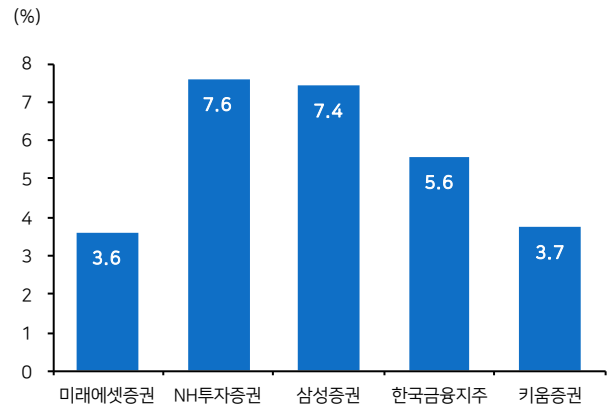
자료: 오기형 더불어민주당 의원실, 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림21 증권 ROE 2022, 2023E



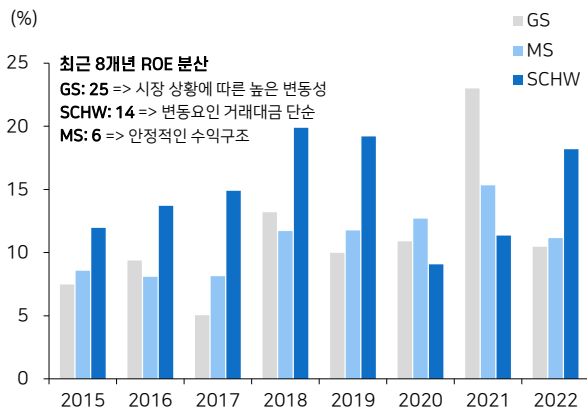
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림22 증권 배당수익률 (FY1)



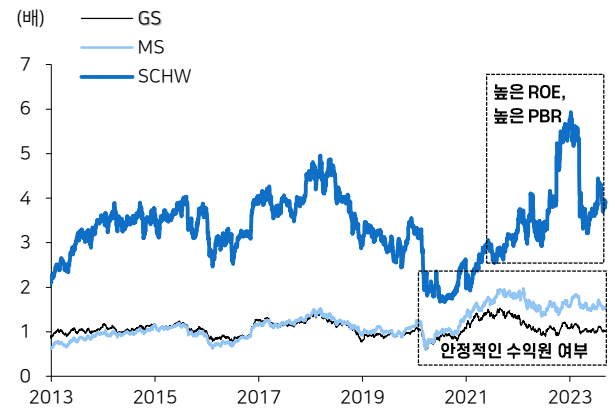
주: 10월 10일 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림23 미국 증권사 ROE 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 미국 증권사 PBR 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

| 종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|-----------------|-----------|----------|
| 키움증권 (039490) | Buy (신규) | 124,000원 |
| 삼성증권 (016360) | Buy (신규) | 47,000원 |
| NH투자증권 (005940) | Buy (신규) | 13,000원 |
| 한국금융지주 (071050) | Buy (신규) | 67,000원 |
| 미래에셋증권 (006800) | Hold (신규) | 7,000원 |

Industry Indepth
2023. 10. 11

키움증권 039490

강점 발휘

▲ 금융

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

RA **조혜빈**
02. 6454-4905
hevin.cho@meritz.co.kr

- ✓ 투자이견 Buy, 적정주가 124,000원
- ✓ 브로커리지 시장점유율 20%대
- ✓ 거래대금 증가에 따른 ROE 개선이 직결되는 구조 (2023E ROE 15.0%)
- ✓ 시장 변동성과 연관된 자산 비중 43% vs. 업종 평균 50%
- ✓ 현 증권업의 주요 화두인 부동산PF 관련해 가장 우려가 적은 사업구조

Buy (신규)

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 124,000 원
현재주가 (10.10) 93,400 원
상승여력 32.8%

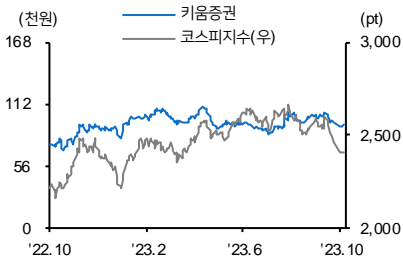
| | |
|------------|------------------|
| KOSPI | 2,402.58pt |
| 시가총액 | 24,496억원 |
| 발행주식수 | 2,623만주 |
| 유통주식비율 | 53.27% |
| 외국인비중 | 25.43% |
| 52주 최고/최저가 | 109,400원/70,000원 |
| 평균거래대금 | 58.2억원 |

주요주주(%)

| | |
|--|-------|
| 다우기술 외 6 인 | 41.37 |
| 국민연금공단 | 10.64 |
| Orbis Investment Management Limited 외 16 인 | 9.98 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대주가 | -8.5 | -9.1 | 22.7 |
| 상대주가 | -3.0 | -5.0 | 14.1 |

주가그래프



걱정없는 사업구조

브로커리지 강점을 지닌 증권사이다. 브로커리지 시장점유율은 20%대로 여전히 업계 1위를 유지하고 있다. 이러한 구조 특성 상 거래대금 증가에 따른 ROE민감도가 높다(일평균 거래대금 1조원 증가 ROE +23bp vs. 업종 평균 16bp). 이는 반대로 시장 변동성과 연관된 자산 비중이 적다는 것을 뜻한다 (2Q23 자산 내 IB, 트레이딩 및 금융상품 수익 관련 자산 비중 43% vs. 업종 평균 50%). 즉, 현 증권업에 있어 가장 큰 화두인 부동산PF 관련해 가장 적은 익스포저를 지니고 있다. 2Q23 자본대비 국내 부동산PF 및 해외 투자 비중은 약 20%(vs. 업종 평균 48%)에 불과하다.

2023E 당기순이익 7,330억원 전망

2023년 당기순이익은 전년대비 44.4% 증가한 7,330억원을 전망한다. 타사대비 안정적인 브로커리지 관련 수익을 창출할 것으로 추정한다. 1) 3Q23 일평균 거래대금이 23.1조원으로 여전히 높은 수준(vs. 2Q23 21.2조원, 3Q22 13.8조원)을 유지하는 것은 물론, 2) 7~8월 평균 신용공여 잔고가 20.3조원(vs. 2Q23 19.4조원, 3Q23 18.7조원)을 기록하고 있기 때문이다. 한편 3) 2Q 중 CFD 총당금 적립 이슈가 있었으나, 타사대비 부동산PF 익스포저가 적어 상대적으로 총당금 부담이 적을 것으로 예상된다.

투자이견 Buy, 적정주가 124,000원으로 커버리지 개시

투자이견 Buy와 적정주가 124,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd BPS 208,935원에 Target PBR 0.59배를 적용하였다. Target PBR은 3개년 평균 ROE 13.3%, COE 22.4%를 적용하였다. 업종 내 최선호주로 추천한다.

| (십억원) | 운영업수익 | 영업이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | ROA (%) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|-------|-------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 2021 | 1,835 | 1,209 | 904 | 31,114 | 12.9 | 149,422 | 3.4 | 0.7 | 2.2 | 25.4 | 3.3 |
| 2022 | 1,269 | 656 | 507 | 17,467 | (43.9) | 161,697 | 4.8 | 0.5 | 1.1 | 11.5 | 3.6 |
| 2023E | 1,603 | 994 | 733 | 25,228 | 44.4 | 183,942 | 3.7 | 0.5 | 1.4 | 15.0 | 3.7 |
| 2024E | 1,575 | 971 | 704 | 24,246 | (3.9) | 208,935 | 3.9 | 0.4 | 1.3 | 12.7 | 3.7 |
| 2025E | 1,648 | 1,040 | 754 | 25,971 | 7.1 | 235,707 | 3.6 | 0.4 | 1.3 | 12.0 | 4.3 |

표14 키움증권 Valuation

| | 단위 | 비고 | 키움증권 |
|-------------------------|----------|-------------------------------|----------------|
| 3개년 평균 ROE | % | A | 13.3 |
| Cost of Equity | % | $B=C+(D*E)$ | 10.4 |
| 할증폭 | % | D | 12.1 |
| 조정 COE | % | $F=B+D$ | 22.4 |
| Eternal Growth | % | H | 0 |
| Adj. Fair PBR (이론적 PBR) | 배 | $I=(A-H)/(G-H)$ | 0.59 |
| Premium/Discount | % | J | 0 |
| Target PBR | 배 | $K=I*(1+J)$ | 0.59 |
| 12M Fwd BPS | 원 | L | 208,935 |
| 적정주가 | 원 | $M=K*L$ | 124,000 |
| 현재가 (10/10) | 원 | N | 93,400 |
| Upside Potential | % | $O=(M-N)/N$ | 32.8 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표15 키움증권 분기 실적 추이 및 전망

| 사업원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23E | 4Q23E | 2022 | 2023E | 2024E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 순수수료수익 | 200 | 196 | 181 | 149 | 167 | 165 | 172 | 164 | 726 | 668 | 705 |
| 수탁수수료 | 133 | 129 | 120 | 107 | 122 | 120 | 128 | 119 | 490 | 488 | 521 |
| 수익증권취급수수료 | 11 | 14 | 17 | 11 | 10 | 10 | 10 | 10 | 54 | 39 | 39 |
| 랩어카운트수수료 | 3 | 4 | 3 | 3 | 3 | 5 | 5 | 5 | 14 | 18 | 19 |
| 인수및주선수수료 | 6 | 6 | 2 | 2 | 7 | 3 | 3 | 3 | 16 | 15 | 13 |
| 기타수수료수익 | 46 | 43 | 38 | 26 | 26 | 28 | 27 | 28 | 152 | 108 | 113 |
| 순이자수익 | 174 | 194 | 214 | 222 | 218 | 231 | 233 | 200 | 804 | 882 | 779 |
| 순상품운용수익 | (26) | (107) | (67) | (86) | 173 | 75 | (31) | (10) | (286) | 208 | 91 |
| 기타이익 | 8 | 6 | 0 | 11 | (18) | (137) | 0 | 0 | 25 | (155) | 0 |
| 순영업수익 | 355 | 289 | 329 | 296 | 540 | 334 | 375 | 354 | 1,269 | 1,603 | 1,575 |
| 판매비와관리비 | 142 | 162 | 150 | 159 | 151 | 153 | 152 | 152 | 612 | 608 | 604 |
| 영업이익 | 213 | 127 | 179 | 137 | 389 | 181 | 222 | 202 | 656 | 994 | 971 |
| 영업외이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 법인세차감전순이익 | 215 | 128 | 191 | 146 | 396 | 176 | 222 | 202 | 680 | 997 | 971 |
| 법인세 | 74 | 20 | 67 | 12 | 103 | 43 | 61 | 56 | 172 | 263 | 267 |
| 당기순이익 | 141 | 109 | 124 | 134 | 292 | 133 | 161 | 147 | 508 | 734 | 704 |
| 지배주주 순이익 | 141 | 108 | 123 | 134 | 292 | 133 | 161 | 147 | 507 | 733 | 704 |

자료: 키움증권, 메리츠증권 리서치센터

키움증권(039490)

Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 현금및예치금 | 16,221 | 12,691 | 14,510 | 15,099 | 15,712 |
| 현금및현금성자산 | 1,035 | 1,244 | 1,700 | 1,769 | 1,841 |
| 예치금 | 15,186 | 11,447 | 12,810 | 13,330 | 13,871 |
| 유가증권 | 15,771 | 21,919 | 22,923 | 23,854 | 24,822 |
| 단기매매증권 | 14,721 | 20,042 | 21,249 | 22,112 | 23,010 |
| 매도가능증권 | 474 | 461 | 451 | 469 | 488 |
| 파생상품 | 119 | 761 | 452 | 470 | 489 |
| 기타유가증권 | 457 | 655 | 771 | 802 | 834 |
| 대출채권 | 9,499 | 10,374 | 11,206 | 11,661 | 12,134 |
| 유형자산 | 139 | 127 | 125 | 125 | 125 |
| 무형자산 | 59 | 75 | 107 | 107 | 107 |
| 기타자산 | 3,671 | 2,925 | 4,471 | 4,991 | 5,553 |
| 자산총계 | 45,301 | 48,037 | 53,234 | 55,729 | 58,347 |
| 예수부채 | 17,253 | 15,268 | 17,191 | 17,889 | 18,615 |
| 차입부채 | 19,793 | 25,518 | 26,726 | 27,811 | 28,940 |
| 차입금 | 3,307 | 4,610 | 6,054 | 6,300 | 6,556 |
| 환매조건부채권매 | 6,639 | 8,566 | 8,370 | 8,710 | 9,063 |
| 매도신종증권 | 3,376 | 4,773 | 4,695 | 4,886 | 5,084 |
| 사채 | 4,984 | 4,448 | 4,180 | 4,350 | 4,526 |
| 기타차입부채 | 1,487 | 3,122 | 3,426 | 3,566 | 3,710 |
| 기타부채 | 3,705 | 2,595 | 3,916 | 3,916 | 3,916 |
| 미지급금 | 2,793 | 2,042 | 3,364 | 3,364 | 3,364 |
| 미지급비용 | 201 | 240 | 272 | 272 | 272 |
| 제세예수금 | 20 | 16 | 14 | 14 | 14 |
| 임대보증금 | 5 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| 이연법인세부채 | 69 | 52 | 37 | 37 | 37 |
| 기타 | 682 | 294 | 263 | 263 | 263 |
| 부채총계 | 40,999 | 43,444 | 48,013 | 49,803 | 51,666 |
| 자본금 | 145 | 145 | 145 | 145 | 145 |
| 자본잉여금 | 1,039 | 1,039 | 1,039 | 1,039 | 1,039 |
| 기타자본 | (64) | (148) | (148) | (148) | (148) |
| 기타포괄이익누계 | 13 | (16) | (22) | (22) | (22) |
| 이익잉여금 | 3,132 | 3,536 | 4,168 | 4,872 | 5,627 |
| 비배주주지분 | 37 | 37 | 39 | 39 | 39 |
| 자본총계 | 4,302 | 4,593 | 5,222 | 5,926 | 6,680 |

Key Financial Data I

| (%) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 수익성 | | | | | |
| 자기자본회전율 | 136.4 | 194.7 | 182.4 | 143.3 | 128.3 |
| ROA | 2.2 | 1.1 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| ROE | 25.4 | 11.5 | 15.0 | 12.7 | 12.0 |
| 총자산영업이익률 | 2.6 | 2.0 | 1.6 | 1.8 | 1.8 |

Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 순수수료수익 | 968 | 726 | 668 | 705 | 743 |
| 수탁수수료 | 682 | 490 | 488 | 521 | 552 |
| 수익증권취급수수료 | 54 | 54 | 39 | 39 | 40 |
| 캡여카운트수수료 | 15 | 14 | 18 | 19 | 19 |
| 인수및주선수수료 | 32 | 16 | 15 | 13 | 15 |
| 기타수수료수익 | 185 | 152 | 108 | 113 | 118 |
| 순이자수익 | 591 | 804 | 882 | 779 | 770 |
| 순상품운용수익 | 334 | (286) | 208 | 91 | 135 |
| 기타이익 | (58) | 25 | (155) | 0 | 0 |
| 순영업이익 | 1,835 | 1,269 | 1,603 | 1,575 | 1,648 |
| 판매비와관리비 | 626 | 612 | 608 | 604 | 607 |
| 영업이익 | 1,209 | 656 | 994 | 971 | 1,040 |
| 영업외이익 | 25 | 24 | 2 | 0 | 0 |
| 법인세차감전순이익 | 1,234 | 680 | 997 | 971 | 1,040 |
| 법인세 | 324 | 172 | 263 | 267 | 286 |
| 당기순이익 | 910 | 508 | 734 | 704 | 754 |
| 지배주주 순이익 | 904 | 507 | 733 | 704 | 754 |

Key Financial Data II

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 배당 및 주당지표 | | | | | |
| BPS (원) | 149,422 | 161,697 | 183,942 | 208,935 | 235,707 |
| EPS (원) | 31,114 | 17,467 | 25,228 | 24,246 | 25,971 |
| DPS (보통주, 원) | 3,500 | 3,000 | 3,500 | 3,500 | 4,000 |
| PBR (배) | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| PER (배) | 3.4 | 4.8 | 3.7 | 3.9 | 3.6 |
| 배당성향 (%) | 11.6 | 17.6 | 12.1 | 12.6 | 13.4 |
| 배당수익률 (보통주 현금배당, %) | 3.3 | 3.6 | 3.7 | 3.7 | 4.3 |
| 효율성 (%) | | | | | |
| 판매비율 | 51.8 | 93.3 | 62.1 | 58.4 | 56.0 |
| 영업수지율 | 145.5 | 116.5 | 122.8 | 123.8 | 124.4 |
| 성장성 (전년대비 %) | | | | | |
| 예수금증가율 | 20.0 | (11.5) | 12.6 | 4.1 | 4.1 |
| 총자산증가율 | 20.5 | 6.0 | 10.8 | 4.7 | 4.7 |
| 자기자본증가율 | 49.1 | 6.8 | 13.7 | 13.5 | 12.7 |
| 순영업이익증가율 | 24.9 | (30.9) | 26.3 | (1.7) | 4.6 |
| 순이익증가율 | 28.5 | (43.9) | 44.4 | (3.9) | 7.1 |
| EPS 증가율 | 12.9 | (43.9) | 44.4 | (3.9) | 328.5 |
| BPS 증가율 | 30.9 | 8.2 | 13.8 | 13.6 | 12.8 |

Industry Indepth
2023. 10. 11

삼성증권 016360

이유있는 투자 매력도

▲ 금융

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

RA **조혜빈**
02. 6454-4905
hevin.cho@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 47,000원
- ✓ 브로커리지 중심 사업구조로 거래대금 증가에 따른 수혜 유효
- ✓ 특히 브로커리지 수수료 내 고마진 영역인 외화증권 비중이 높다는 강점 보유
- ✓ 자본대비 해외 투자 비중이 낮아 부동산PF 우려 제한적
- ✓ 안정적 실적 기반 높은 배당 매력도(2023E 배당수익률 7.6%) 보유

Buy (신규)

(20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 47,000 원
현재주가 (10.10) 37,750 원
상승여력 24.5%

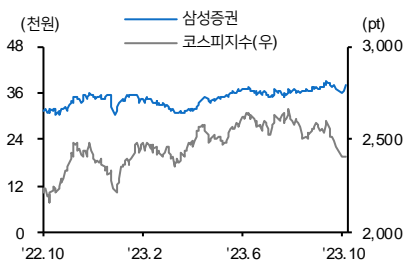
| | |
|------------|-----------------|
| KOSPI | 2,402.58pt |
| 시가총액 | 33,711억원 |
| 발행주식수 | 8,930만주 |
| 유통주식비율 | 69.48% |
| 외국인비중 | 33.92% |
| 52주 최고/최저가 | 38,950원/30,300원 |
| 평균거래대금 | 66.5억원 |

주요주주(%)

| | |
|--------------------------------|-------|
| 삼성생명보험 외 4 인 | 29.63 |
| 국민연금공단 | 8.42 |
| BlackRock Fund Advisors 외 11 인 | 5.46 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|----------|-----|------|------|
| 절대주가 | 1.1 | 18.0 | 18.9 |
| 상대주가 | 7.2 | 23.3 | 10.5 |

주가그래프



안정적 배당을 기대하다

브로커리지 중심 사업구조 기반 업종 내 가장 높은 배당수익률(2023년 7.6% 예상 vs. 업종 평균 5.7%)을 기대할 수 있다. 수수료수익 내 브로커리지 수익이 55%를 차지하고 있다(2022년 연간 기준). 특히 브로커리지 수수료 내 고마진 영역인 외화증권 비중이 높다는 강점(외화증권 비중 16% vs. 업종 평균 13%)을 지니고 있다. 이로 인해 브로커리지 수수료율은 0.05%로 타행대비 높은 수준을 기록하고 있다. 거래대금 증가에 따른 수혜가 유효하다. 한편 높아진 자본력을 기반으로 수수료수익 내 IB부문이 32%로 확대됨에 따라 부동산 PF 우려가 제기될 수 있다. 그러나 자본대비 해외 투자 비중은 2%대(vs. 업권 평균 20%)로 리스크가 적다. 안정적 실적 기반 높은 배당 매력도를 보여줄 것으로 전망한다.

2023E 당기순이익 6,950억원 전망

2023년 당기순이익은 전년대비 64.6% 증가한 6,950억원을 전망한다. 최근 금리 상승에 따른 트레이딩 손익 불확실성이 존재하나, 1) 동사의 브로커리지 중심 사업구조 및 2) 해외주식 M/S 지속 확대에 따른 거래대금 증가 수혜(3Q23 일평균 거래대금 23.1조원)가 지속되고 있는 가운데, 3) 상대적으로 부동산PF 익스포저가 적어 충당금 부담이 낮은 점 고려 시, 타사대비 안정적인 수익을 기대할 수 있다.

투자 의견 Buy, 적정주가 47,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy와 적정주가 47,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd BPS 82,968원에 Target PBR 0.57배를 적용하였다. Target PBR은 3개년 평균 ROE 9.5%, COE 16.6%를 적용하였다. 업종 내 최선호주로 추천한다.

| (십억원) | 운영업수익 | 영업이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | ROA (%) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|-------|-------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 2021 | 2,242 | 1,309 | 965 | 10,810 | 90.1 | 68,096 | 4.2 | 0.7 | 1.5 | 16.9 | 8.5 |
| 2022 | 1,401 | 578 | 422 | 4,730 | (56.2) | 69,383 | 6.6 | 0.5 | 0.7 | 6.9 | 5.4 |
| 2023E | 1,826 | 944 | 695 | 7,787 | 64.6 | 75,891 | 4.8 | 0.5 | 1.3 | 10.7 | 7.4 |
| 2024E | 1,765 | 872 | 632 | 7,076 | (9.1) | 82,968 | 5.3 | 0.5 | 1.1 | 8.9 | 7.4 |
| 2025E | 1,881 | 951 | 690 | 7,724 | 9.2 | 90,692 | 4.9 | 0.4 | 1.1 | 8.9 | 7.9 |

표16 삼성증권 Valuation

| | 단위 | 비고 | 삼성증권 |
|-------------------------|----------|------------------|---------------|
| 3개년 평균 ROE | % | A | 9.5 |
| Cost of Equity | % | B=C+(D*E) | 8.8 |
| 할증폭 | % | D | 7.8 |
| 조정 COE | % | F=B+D | 16.6 |
| Eternal Growth | % | H | 0 |
| Adj. Fair PBR (이론적 PBR) | 배 | I=(A-H)/(G-H) | 0.57 |
| Premium/Discount | % | J | 0 |
| Target PBR | 배 | K=I*(1+J) | 0.57 |
| 12M Fwd BPS | 원 | L | 82,968 |
| 적정주가 | 원 | M=K*L | 47,000 |
| 현재가 (10/10) | 원 | N | 37,750 |
| Upside Potential | % | O=(M-N)/N | 24.5 |

자료: 삼성증권, 메리츠증권 리서치센터

표17 삼성증권 분기 실적 추이 및 전망

| 사업원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23E | 4Q23E | 2022 | 2023E | 2024E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 순수수료수익 | 201 | 204 | 168 | 141 | 184 | 215 | 223 | 204 | 714 | 826 | 880 |
| 수탁수수료 | 118 | 105 | 99 | 86 | 122 | 133 | 141 | 122 | 408 | 517 | 547 |
| 수익증권취급수수료 | 14 | 11 | 10 | 8 | 11 | 11 | 11 | 11 | 43 | 44 | 45 |
| 랩어카운트수수료 | 5 | 5 | 5 | 4 | 4 | 6 | 6 | 6 | 19 | 22 | 24 |
| 인수및주선수수료 | 16 | 19 | 20 | 4 | 15 | 16 | 16 | 16 | 58 | 63 | 64 |
| 기타수수료수익 | 46 | 64 | 35 | 39 | 33 | 49 | 49 | 49 | 185 | 180 | 199 |
| 순이자수익 | 162 | 172 | 148 | 139 | 137 | 156 | 158 | 147 | 621 | 598 | 603 |
| 순상품운용수익 | 52 | (6) | 50 | (32) | 255 | 47 | 57 | 47 | 64 | 405 | 283 |
| 기타이익 | 2 | (1) | 1 | (1) | 1 | (4) | 0 | 0 | 2 | (3) | 0 |
| 순영업수익 | 417 | 369 | 368 | 248 | 576 | 414 | 438 | 398 | 1,401 | 1,826 | 1,765 |
| 판매비와관리비 | 204 | 186 | 211 | 221 | 235 | 214 | 216 | 218 | 822 | 882 | 894 |
| 영업이익 | 212 | 183 | 156 | 27 | 342 | 200 | 222 | 180 | 578 | 944 | 872 |
| 영업외이익 | 4 | (0) | (0) | (7) | 5 | 3 | 0 | 0 | (3) | 8 | 0 |
| 법인세차감전순이익 | 216 | 182 | 156 | 20 | 347 | 203 | 222 | 180 | 575 | 952 | 872 |
| 법인세 | 65 | 46 | 33 | 9 | 94 | 52 | 61 | 49 | 152 | 256 | 240 |
| 당기순이익 | 152 | 137 | 123 | 10 | 253 | 152 | 161 | 130 | 422 | 695 | 632 |
| 지배주주 순이익 | 152 | 137 | 123 | 10 | 253 | 152 | 161 | 130 | 422 | 695 | 632 |

자료: 삼성증권, 메리츠증권 리서치센터

삼성증권(016360)

Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 현금및예치금 | 18,001 | 15,989 | 15,397 | 16,022 | 16,672 |
| 현금및현금성자산 | 3,244 | 2,849 | 2,085 | 2,169 | 2,257 |
| 예치금 | 14,757 | 13,141 | 13,312 | 13,853 | 14,415 |
| 유가증권 | 33,272 | 25,158 | 25,224 | 26,248 | 27,314 |
| 단기매매증권 | 28,155 | 19,499 | 20,787 | 21,631 | 22,509 |
| 매도가능증권 | 4,342 | 4,515 | 3,333 | 3,468 | 3,609 |
| 파생상품 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유가증권 | 775 | 1,144 | 1,104 | 1,149 | 1,195 |
| 대출채권 | 9,848 | 9,118 | 8,362 | 8,701 | 9,055 |
| 유형자산 | 105 | 106 | 91 | 95 | 99 |
| 무형자산 | 86 | 104 | 103 | 107 | 111 |
| 기타자산 | 4,396 | 3,372 | 7,629 | 8,296 | 9,022 |
| 자산총계 | 65,707 | 53,848 | 56,806 | 59,469 | 62,273 |
| 예수부채 | 17,468 | 13,359 | 14,749 | 15,348 | 15,971 |
| 차입부채 | 33,307 | 25,302 | 26,935 | 28,029 | 29,167 |
| 차입금 | 6,671 | 5,409 | 5,902 | 6,142 | 6,392 |
| 환매조건부채권매 | 18,135 | 11,777 | 12,995 | 13,522 | 14,071 |
| 매도신증증권 | 4,273 | 4,198 | 3,942 | 4,103 | 4,269 |
| 사채 | 3,040 | 3,404 | 2,846 | 2,962 | 3,082 |
| 기타차입부채 | 1,188 | 515 | 1,249 | 1,300 | 1,353 |
| 기타부채 | 3,935 | 3,242 | 8,243 | 8,578 | 8,926 |
| 미지급금 | 3,340 | 2,475 | 4,435 | 4,615 | 4,802 |
| 미지급비용 | 267 | 265 | 292 | 304 | 317 |
| 제세예수금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 임대보증금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이연법인세부채 | 130 | 176 | 200 | 208 | 216 |
| 기타 | 182 | 326 | 3,302 | 3,436 | 3,576 |
| 부채총계 | 54,947 | 41,916 | 50,029 | 52,060 | 54,174 |
| 자본금 | 458 | 458 | 458 | 458 | 458 |
| 자본잉여금 | 1,743 | 1,743 | 1,743 | 1,743 | 1,743 |
| 기타자본 | (59) | (59) | (59) | (59) | (59) |
| 기타포괄이익누계 | 188 | 220 | 258 | 258 | 258 |
| 이익잉여금 | 3,749 | 3,832 | 4,376 | 5,008 | 5,698 |
| 비배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 6,081 | 6,196 | 6,777 | 7,409 | 8,099 |

Key Financial Data I

| (%) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 수익성 | | | | | |
| 자기자본회전율 | 161.3 | 217.7 | 184.9 | 147.2 | 136.7 |
| ROA | 1.5 | 0.7 | 1.3 | 1.1 | 1.1 |
| ROE | 16.9 | 6.9 | 10.7 | 8.9 | 8.9 |
| 총자산영업이익률 | 1.5 | 1.6 | 1.4 | 1.6 | 1.5 |

Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 순수수료수익 | 1,114 | 714 | 826 | 880 | 928 |
| 수탁수수료 | 755 | 408 | 517 | 547 | 581 |
| 수익증권취급수수료 | 59 | 43 | 44 | 45 | 46 |
| 캡여카운트수수료 | 33 | 19 | 22 | 24 | 24 |
| 인수및주선수수료 | 92 | 58 | 63 | 64 | 74 |
| 기타수수료수익 | 176 | 185 | 180 | 199 | 203 |
| 순이자수익 | 711 | 621 | 598 | 603 | 627 |
| 순상품운용수익 | 414 | 64 | 405 | 283 | 326 |
| 기타이익 | 3 | 2 | (3) | 0 | 0 |
| 순영업이익 | 2,242 | 1,401 | 1,826 | 1,765 | 1,881 |
| 판매비와관리비 | 933 | 822 | 882 | 894 | 930 |
| 영업이익 | 1,309 | 578 | 944 | 872 | 951 |
| 영업외이익 | 18 | (3) | 8 | 0 | 0 |
| 법인세차감전순이익 | 1,327 | 575 | 952 | 872 | 951 |
| 법인세 | 362 | 152 | 256 | 240 | 262 |
| 당기순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지배주주 순이익 | 965 | 422 | 695 | 632 | 690 |

Key Financial Data II

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 배당 및 주당지표 | | | | | |
| BPS (원) | 68,096 | 69,383 | 75,891 | 82,968 | 90,692 |
| EPS (원) | 10,810 | 4,730 | 7,787 | 7,076 | 7,724 |
| DPS (보통주, 원) | 3,800 | 1,700 | 2,800 | 2,800 | 3,000 |
| PBR (배) | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| PER (배) | 4.2 | 6.6 | 4.8 | 5.3 | 4.9 |
| 배당성향 (%) | 35.2 | 35.9 | 36.0 | 39.6 | 38.8 |
| 배당수익률 (보통주 현금배당, %) | 8.5 | 5.4 | 7.4 | 7.4 | 7.9 |
| 효율성 (%) | | | | | |
| 판매비율 | 71.3 | 142.3 | 93.4 | 102.5 | 97.7 |
| 영업수지율 | 129.6 | 111.6 | 117.1 | 119.3 | 120.5 |
| 성장성 (전년대비 %) | | | | | |
| 예수금증가율 | 15.9 | (23.5) | 10.4 | 4.1 | 4.1 |
| 총자산증가율 | 2.9 | (18.0) | 5.5 | 4.7 | 4.7 |
| 자기자본증가율 | 14.4 | 1.9 | 9.4 | 9.3 | 9.3 |
| 순영업이익증가율 | 50.2 | (37.5) | 30.3 | (3.3) | 6.6 |
| 순이익증가율 | 90.1 | (56.2) | 64.6 | (9.1) | 9.2 |
| EPS 증가율 | 90.1 | (56.2) | 64.6 | (9.1) | 9.2 |
| BPS 증가율 | 14.4 | 1.9 | 9.4 | 9.3 | 9.3 |

Industry Indepth
2023. 10. 11

NH투자증권 005940

신뢰 구축 효과

▲ 금융

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

RA **조혜빈**
02. 6454-4905
hevin.cho@meritz.co.kr

Buy (신규)

(20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

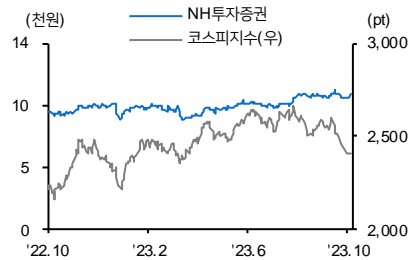
적정주가 (12개월) 13,000 원
현재주가 (10.10) 10,550 원
상승여력 23.2%

| | |
|------------|----------------|
| KOSPI | 2,402.58pt |
| 시가총액 | 34,991억원 |
| 발행주식수 | 33,167만주 |
| 유통주식비율 | 40.79% |
| 외국인비중 | 15.72% |
| 52주 최고/최저가 | 10,810원/8,500원 |
| 평균거래대금 | 46.3억원 |

| | |
|----------------|-------|
| 주요주주(%) | |
| 농협금융지주 외 4 인 | 56.83 |
| 국민연금공단 | 6.23 |

| | | | |
|-----------------|------------|------------|-------------|
| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | 2.5 | 19.2 | 15.9 |
| 상대주가 | 8.7 | 24.6 | 7.7 |

주가그래프



- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 13,000원
- ✓ IB부문 중심 사업구조이나, 상대적으로 낮은 부동산PF 익스포저
- ✓ IPO, 인수금융 등 전통 IB 강점 회복세
- ✓ 2022년 손익 감소(-57.3% YoY)에도 불구하고, 배당성향 81.0% 실시
- ✓ 신뢰성 높은 배당 정책 기반 높은 배당수익률(2023E 7.8%) 기대 가능

강점에 신뢰를 더하다

전통IB 강점이 드러나고 있는 가운데, 신뢰성 높은 배당 정책 기반 높은 배당 수익률(2023E 7.8%)을 기대할 수 있다. IB부문 중심 사업구조(2022년 수수료 수익 중 IB부문 44.1%)를 지니고 있으나, 1) 부동산PF 익스포저는 상대적으로 낮고(2Q23 자본대비 부동산PF 비중 41% vs. 업종 평균 48%; 국내외 포함), 2) IPO, 인수금융 등에 강점을 지니고 있다(3Q 누적 ECM 및 회사채 인수 2위). 경쟁사대비 IB부문 수익의 안정성을 기대할 수 있겠다. 한편 타행대비 시중금리 변동에 따른 트레이딩 손익 변동성이 높다(2022년 Trading 및 상품손익 -1,100억원; -57.3% YoY). 그럼에도 불구하고, 배당성향을 81.0%로 확대 및 DPS 700원을 실시함으로써 배당에 대한 신뢰성을 구축하였다. 배당 매력도가 높은 이유이다.

2023E 당기순이익 6,230억원 전망

2023년 당기순이익은 전년대비 105.4% 큰 폭으로 증가한 6,230억원을 전망한다. 1H23 중 부동산PF, CFD 등 총당금 300억원 인식에도 불구하고, 1) 오스템임플란트 단독 주선에 따른 IB 수수료 수익의 호조 및 2) 메디트 PEF 펀드 청산 관련 분배금 약 500억원 등 인식함에 따라 이미 전년 당기순이익을 상회하였다(1H23 3,670억원 vs. 2022년 3,030억원). 하반기 중 손익 변동성의 주요 요인으로 작용할 부동산PF 관련 불확실성에 있어서도 우려가 적다.

투자 의견 Buy, 적정주가 13,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy와 적정주가 13,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd BPS 23,665원에 Target PBR 0.53배를 적용하였다. Target PBR은 3개년 평균 ROE 7.7%, COE 14.6%를 적용하였다

| (십억원) | 운영업수익 | 영업이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | ROA (%) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|-------|-------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 2021 | 2,341 | 1,294 | 932 | 2,949 | 53.5 | 21,630 | 3.4 | 0.5 | 1.5 | 14.8 | 10.4 |
| 2022 | 1,366 | 521 | 303 | 866 | (70.6) | 20,647 | 11.5 | 0.5 | 0.5 | 4.3 | 7.0 |
| 2023E | 1,802 | 826 | 623 | 1,778 | 105.4 | 21,989 | 5.9 | 0.5 | 1.1 | 8.4 | 7.6 |
| 2024E | 1,795 | 809 | 586 | 1,673 | (5.9) | 23,665 | 6.3 | 0.4 | 0.9 | 7.3 | 8.5 |
| 2025E | 1,878 | 890 | 645 | 1,841 | 10.0 | 25,509 | 5.7 | 0.4 | 1.0 | 7.5 | 9.5 |

표18 NH투자증권 Valuation

| | 단위 | 비고 | NH투자증권 |
|-------------------------|----------|-------------------------------|---------------|
| 3개년 평균 ROE | % | A | 7.7 |
| Cost of Equity | % | $B=C+(D*E)$ | 8.1 |
| 할증폭 | % | D | 6.5 |
| 조정 COE | % | $F=B+D$ | 14.6 |
| Eternal Growth | % | H | 0 |
| Adj. Fair PBR (이론적 PBR) | 배 | $I=(A-H)/(G-H)$ | 0.53 |
| Premium/Discount | % | J | 0 |
| Target PBR | 배 | $K=I*(1+J)$ | 0.53 |
| 12M Fwd BPS | 원 | L | 23,665 |
| 적정주가 | 원 | $M=K*L$ | 13,000 |
| 현재가 (10/10) | 원 | N | 10,550 |
| Upside Potential | % | $O=(M-N)/N$ | 23.2 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표19 NH투자증권 분기 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23E | 4Q23E | 2022 | 2023E | 2024E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 순수수료수익 | 238 | 223 | 172 | 152 | 164 | 250 | 209 | 192 | 784 | 814 | 839 |
| 수탁수수료 | 111 | 92 | 78 | 74 | 95 | 106 | 117 | 99 | 355 | 419 | 452 |
| 수익증권취급수수료 | 10 | 7 | 8 | 7 | 7 | 9 | 9 | 9 | 32 | 34 | 37 |
| 랩어카운트수수료 | 4 | 5 | 4 | 3 | 3 | 4 | 4 | 4 | 17 | 16 | 17 |
| 인수및주선수수료 | 25 | 17 | 11 | 5 | 9 | 13 | 13 | 13 | 57 | 48 | 61 |
| 기타수수료수익 | 87 | 102 | 71 | 62 | 49 | 118 | 65 | 66 | 323 | 298 | 273 |
| 순이자수익 | 159 | 195 | 159 | 162 | 164 | 199 | 201 | 203 | 676 | 768 | 751 |
| 순상품운용수익 | (16) | (66) | (10) | 50 | 186 | 20 | 20 | 26 | (42) | 252 | 209 |
| 기타이익 | 3 | 17 | (55) | (16) | (30) | (1) | (1) | (1) | (51) | (33) | (4) |
| 순영업수익 | 384 | 369 | 266 | 348 | 485 | 468 | 429 | 420 | 1,366 | 1,802 | 1,795 |
| 판매비와관리비 | 222 | 214 | 197 | 211 | 233 | 248 | 248 | 248 | 845 | 976 | 986 |
| 영업이익 | 162 | 154 | 69 | 137 | 251 | 220 | 181 | 172 | 521 | 826 | 809 |
| 영업외이익 | (19) | 1 | (31) | (33) | (9) | 5 | 0 | 0 | (81) | (4) | 0 |
| 법인세차감전순이익 | 143 | 155 | 38 | 104 | 243 | 226 | 181 | 172 | 440 | 822 | 809 |
| 법인세 | 40 | 36 | 26 | 35 | 58 | 43 | 50 | 47 | 137 | 199 | 222 |
| 당기순이익 | 102 | 120 | 12 | 69 | 184 | 183 | 131 | 125 | 303 | 623 | 586 |
| 지배주주 순이익 | 102 | 120 | 12 | 69 | 184 | 183 | 131 | 125 | 303 | 623 | 586 |

자료: NH투자증권, 메리츠증권 리서치센터

NH 투자증권(005940)

Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 현금및예치금 | 9,040 | 8,645 | 9,000 | 9,366 | 9,746 |
| 현금및현금성자산 | 1,349 | 1,967 | 1,967 | 2,047 | 2,130 |
| 예치금 | 7,691 | 6,678 | 7,034 | 7,319 | 7,616 |
| 유가증권 | 35,783 | 30,647 | 32,780 | 34,111 | 35,496 |
| 단기매매증권 | 29,407 | 20,822 | 23,815 | 24,782 | 25,788 |
| 매도가능증권 | 5,144 | 8,434 | 7,693 | 8,006 | 8,331 |
| 파생상품 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유가증권 | 1,232 | 1,391 | 1,272 | 1,323 | 1,377 |
| 대출채권 | 7,871 | 9,536 | 9,025 | 9,392 | 9,773 |
| 유형자산 | 161 | 182 | 185 | 193 | 201 |
| 무형자산 | 17 | 24 | 27 | 28 | 29 |
| 기타자산 | 5,670 | 4,394 | 10,289 | 10,981 | 11,735 |
| 자산총계 | 58,542 | 53,428 | 61,307 | 64,070 | 66,980 |
| 예수부채 | 7,575 | 5,600 | 7,120 | 7,409 | 7,709 |
| 차입부채 | 42,910 | 38,693 | 37,959 | 39,500 | 41,104 |
| 차입금 | 9,532 | 11,334 | 11,897 | 12,380 | 12,883 |
| 환매조건부채권매 | 10,540 | 6,692 | 7,529 | 7,834 | 8,152 |
| 매도신증증권 | 7,578 | 7,877 | 8,631 | 8,981 | 9,346 |
| 사채 | 3,426 | 3,529 | 2,668 | 2,777 | 2,889 |
| 기타차입부채 | 11,834 | 9,261 | 7,234 | 7,528 | 7,834 |
| 기타부채 | 1,021 | 1,865 | 8,436 | 8,779 | 9,135 |
| 미지급금 | 4,735 | 3,603 | 9,085 | 9,454 | 9,838 |
| 미지급비용 | 539 | 405 | 413 | 430 | 448 |
| 제세예수금 | 39 | 58 | 51 | 53 | 56 |
| 임대보증금 | 8 | 7 | 8 | 8 | 8 |
| 이연법인세부채 | 82 | 85 | 74 | 77 | 80 |
| 기타 | (4,422) | (2,296) | (1,197) | (1,245) | (1,296) |
| 부채총계 | 51,719 | 46,200 | 53,609 | 55,786 | 58,051 |
| 자본금 | 1,609 | 1,783 | 1,783 | 1,783 | 1,783 |
| 자본잉여금 | 1,657 | 1,883 | 1,883 | 1,883 | 1,883 |
| 기타자본 | (15) | (15) | (15) | (15) | (15) |
| 기타포괄이익누계 | 265 | 299 | 391 | 391 | 391 |
| 이익잉여금 | 3,303 | 3,274 | 3,651 | 4,238 | 4,883 |
| 비배주주지분 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 자본총계 | 6,823 | 7,228 | 7,698 | 8,284 | 8,929 |

Key Financial Data I

| (%) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 수익성 | | | | | |
| 자기자본회전율 | 154.7 | 159.6 | 119.5 | 91.7 | 86.2 |
| ROA | 1.5 | 0.5 | 1.1 | 0.9 | 1.0 |
| ROE | 14.8 | 4.3 | 8.4 | 7.3 | 7.5 |
| 총자산영업이익률 | 1.7 | 1.6 | 1.2 | 1.3 | 1.3 |

Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 순수수료수익 | 1,183 | 784 | 814 | 839 | 894 |
| 수탁수수료 | 660 | 355 | 419 | 452 | 481 |
| 수익증권취급수수료 | 35 | 32 | 34 | 37 | 38 |
| 랩어카운트수수료 | 23 | 17 | 16 | 17 | 18 |
| 인수및주선수수료 | 94 | 57 | 48 | 61 | 72 |
| 기타수수료수익 | 371 | 323 | 298 | 273 | 285 |
| 손이자수익 | 770 | 676 | 768 | 751 | 750 |
| 순상품운용수익 | 525 | (42) | 252 | 209 | 238 |
| 기타이익 | (137) | (51) | (33) | (4) | (4) |
| 순영업수익 | 2,341 | 1,366 | 1,802 | 1,795 | 1,878 |
| 판매비와관리비 | 1,047 | 845 | 976 | 986 | 988 |
| 영업이익 | 1,294 | 521 | 826 | 809 | 890 |
| 영업외이익 | 8 | (81) | (4) | 0 | 0 |
| 법인세자감전순이익 | 1,302 | 440 | 822 | 809 | 890 |
| 법인세 | 371 | 137 | 199 | 222 | 245 |
| 당기순이익 | 932 | 304 | 623 | 586 | 645 |
| 지배주주 순이익 | 932 | 303 | 623 | 586 | 645 |

Key Financial Data II

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 배당 및 주당지표 | | | | | |
| BPS (원) | 21,630 | 20,647 | 21,989 | 23,665 | 25,509 |
| EPS (원) | 2,949 | 866 | 1,778 | 1,673 | 1,841 |
| DPS (보통주, 원) | 1,050 | 700 | 800 | 900 | 1,000 |
| PBR (배) | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| PER (배) | 3.4 | 11.5 | 5.9 | 6.3 | 5.7 |
| 배당성향 (%) | 35.6 | 81.0 | 45.1 | 53.9 | 54.4 |
| 배당수익률 (보통주 현금배당, %) | 10.4 | 7.0 | 7.6 | 8.5 | 9.5 |
| 효율성 (%) | | | | | |
| 판매비용 | 80.9 | 162.1 | 118.2 | 121.9 | 111.0 |
| 영업수지율 | 128.5 | 113.4 | 124.4 | 130.9 | 132.3 |
| 성장성 (전년대비 %) | | | | | |
| 예수금증가율 | 7.8 | (26.1) | 27.1 | 4.1 | 4.1 |
| 총자산증가율 | (6.7) | (8.7) | 14.7 | 4.5 | 4.5 |
| 자기자본증가율 | 17.6 | 5.9 | 6.5 | 7.6 | 7.8 |
| 순영업이익증가율 | 39.2 | (41.6) | 31.9 | (0.4) | 4.6 |
| 순이익증가율 | 61.5 | (67.4) | 105.4 | (5.9) | 10.0 |
| EPS 증가율 | 53.5 | (70.6) | 105.4 | (5.9) | 10.0 |
| BPS 증가율 | 11.8 | (4.5) | 6.5 | 7.6 | 7.8 |

Industry Indepth
2023. 10. 11

한국금융지주 071050

과도한 걱정

▲ 금융

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

RA **조혜빈**
02. 6454-4905
hevin.cho@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 67,000원
- ✓ 다양한 비증권사, 카카오뱅크 지분 27.2% 등 사업구조 다변화
- ✓ 최근 IPO 시장 회복에 따른 전통 IB 부문 수익 증가 기대 가능
- ✓ 부동산PF에 대한 우려로 PBR은 3.6배로 업종 내 가장 낮은 수준
- ✓ ROE(23E 11.1%) 대비 현 Valuation 수준은 저평가된 상태로 판단

Buy (신규) (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 67,000 원
현재주가 (10.10) 53,900 원
상승여력 24.3%

| | |
|------------|-----------------|
| KOSPI | 2,402.58pt |
| 시가총액 | 30,036억원 |
| 발행주식수 | 5,573만주 |
| 유통주식비율 | 73.85% |
| 외국인비중 | 39.50% |
| 52주 최고/최저가 | 64,400원/46,800원 |
| 평균거래대금 | 64.6억원 |

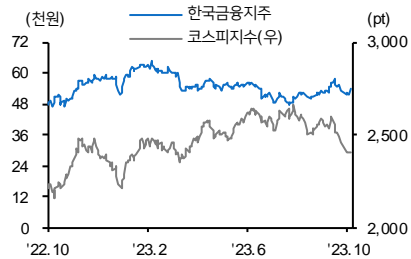
주요주주(%)

| | |
|--|-------|
| 김남구 외 1 인 | 20.79 |
| 국민연금공단 | 8.71 |
| Orbis Investment Management Limited 외 23 인 | 8.32 |

주가상승률(%)

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|------|-----|-----|------|
| 절대주가 | 1.5 | 0.2 | 10.0 |
| 상대주가 | 7.6 | 4.8 | 2.2 |

주가그래프



지주라는 강점

지주라는 강점 기반 높은 ROE를 기록하고 있음에도 불구하고, 부동산PF에 대한 우려로 PER은 3.6배로 업종 내 가장 낮은 수준을 기록하고 있다. 자산 중 시장 변동성과 연관된 자산 비중이 높아(2Q23 60% vs. 업종 평균 50%), 부동산PF 우려가 존재한다. 다만 1) 다양한 비증권사, 카카오뱅크 지분 27.2% 등 사업구조 다변화로 이익 방어력이 높으며, 2) 최근 IPO 시장 회복에 따른 전통 IB 부문 수익 증가가 기대되고 있다. 부동산PF관련 총당금 적립 등 리스크 요인들은 지속되었으나, 앞서 요인들이 이를 상쇄됨에 따라 2023년 ROE 11.1%를 달성할 것으로 예상된다. ROE 대비 현 Valuation 수준은 저평가된 상태로 판단된다.

2023E 당기순이익 8,990억원 전망

2023년 당기순이익은 전년대비 41.1% 증가한 8,990억원을 전망한다. 1H23 중 1) CFD, 부동산PF 등 총당금 적립(2Q23 1,000억원, 2) 전통IB 수익이 회복됨에 따라(2Q23 IB 수수료 +58.3% QoQ), 전년 당기순이익의 82%를 달성하였다. 부동산PF 관련 불확실성이 여전히, 두산로보틱스 IPO 등 전통IB 부문의 실적 개선 지속이 예상됨에 따라 경쟁사 대비 높은 수준의 당기순이익을 창출할 것으로 예상된다.

투자 의견 Buy, 적정주가 67,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Buy와 적정주가 67,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd BPS 162,103원에 Target PBR 0.41배를 적용하였다. Target PBR은 3개년 평균 ROE 10.3%, COE 25.1%를 적용하였다

| (십억원) | 운영업수익 | 영업이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | ROA (%) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 2021 | 2,726 | 1,521 | 1,764 | 28,650 | 104.3 | 126,688 | 1.9 | 0.4 | 2.3 | 27.1 | 11.4 |
| 2022 | 1,753 | 546 | 637 | 10,341 | (63.9) | 131,505 | 5.2 | 0.4 | 0.8 | 8.5 | 4.3 |
| 2023E | 2,265 | 1,101 | 899 | 14,591 | 41.1 | 146,535 | 3.7 | 0.4 | 1.0 | 11.1 | 5.6 |
| 2024E | 2,444 | 1,255 | 909 | 14,762 | 1.2 | 162,103 | 3.7 | 0.3 | 0.9 | 10.1 | 6.1 |
| 2024E | 2,556 | 1,337 | 969 | 15,729 | 6.5 | 178,690 | 3.4 | 0.3 | 1.0 | 9.7 | 6.7 |

표20 한국금융지주 Valuation

| | 단위 | 비고 | 한국금융지주 |
|-------------------------|----------|------------------|---------------|
| 3개년 평균 ROE | % | A | 10.3 |
| Cost of Equity | % | B=C+(D*E) | 9.8 |
| 할증폭 | % | D | 15.3 |
| 조정 COE | % | F=B+D | 25.1 |
| Eternal Growth | % | H | 0 |
| Adj. Fair PBR (이론적 PBR) | 배 | I=(A-H)/(G-H) | 0.41 |
| Premium/Discount | % | J | 0 |
| Target PBR | 배 | K=I*(1+J) | 0.41 |
| 12M Fwd BPS | 원 | L | 162,103 |
| 적정주가 | 원 | M=K*L | 67,000 |
| 현재가 (10/10) | 원 | N | 53,900 |
| Upside Potential | % | O=(M-N)/N | 24.3 |

자료: 한국금융지주, 메리츠증권 리서치센터

표21 한국금융지주 분기 실적 추이 및 전망

| 십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23E | 4Q23E | 2022 | 2023E | 2024E |
|------------------|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 순수수료수익 | 359 | 339 | 251 | 214 | 253 | 276 | 286 | 276 | 1,162 | 1,091 | 1,161 |
| 순이자수익 | 286 | 321 | 291 | 218 | 184 | 249 | 251 | 252 | 1,117 | 936 | 1,020 |
| 순상품운용수익 | 10 | (258) | (71) | (459) | 156 | 31 | 32 | 39 | (777) | 259 | 263 |
| 기타이익 | 13 | 26 | 4 | 209 | 48 | (41) | (22) | (7) | 252 | (21) | 1 |
| 순영업수익 | 668 | 427 | 476 | 182 | 641 | 516 | 547 | 560 | 1,753 | 2,265 | 2,444 |
| 판매비와관리비 | 330 | 260 | 293 | 324 | 318 | 261 | 292 | 294 | 1,208 | 1,164 | 1,189 |
| 영업이익 | 338 | 167 | 182 | (142) | 323 | 256 | 255 | 266 | 546 | 1,101 | 1,255 |
| 영업외이익 | 57 | 14 | 43 | (15) | 76 | 39 | 0 | 0 | 100 | 115 | 0 |
| 법인세차감전순이익 | 396 | 182 | 225 | (157) | 399 | 295 | 255 | 266 | 646 | 1,215 | 1,255 |
| 법인세 | 88 | 82 | 59 | (223) | 98 | 75 | 70 | 73 | 6 | 316 | 345 |
| 당기순이익 | 308 | 100 | 167 | 66 | 301 | 220 | 185 | 193 | 640 | 899 | 910 |
| 지배주주 순이익 | 307 | 99 | 166 | 65 | 301 | 220 | 185 | 193 | 637 | 899 | 909 |

자료: 한국금융지주, 메리츠증권 리서치센터

한국금융지주(071050)

Balance Sheet (한국투자증권)

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 현금및예치금 | 13,260 | 11,663 | 11,906 | 12,146 | 12,391 |
| 유가증권 | 42,206 | 42,629 | 48,604 | 49,583 | 50,582 |
| 대출채권 | 6,528 | 6,794 | 7,835 | 7,993 | 8,154 |
| 유형자산 | 332 | 338 | 327 | 327 | 327 |
| 기타자산 | 1,778 | 2,796 | 4,976 | 4,366 | 3,768 |
| 자산총계 | 64,105 | 64,220 | 73,648 | 74,416 | 75,223 |
| 예수부채 | 9,168 | 6,009 | 6,928 | 6,928 | 6,928 |
| 차입부채 | 46,072 | 48,308 | 54,940 | 54,940 | 54,940 |
| 기타부채 | 3,947 | 4,348 | 3,414 | 3,553 | 3,697 |
| 부채총계 | 59,186 | 58,665 | 65,282 | 65,420 | 65,565 |
| 자본금 | 176 | 176 | 176 | 176 | 176 |
| 자본잉여금 | 3,830 | 4,130 | 4,530 | 4,530 | 4,530 |
| 기타포괄손익누계액 | 154 | 121 | 153 | 153 | 153 |
| 이익잉여금 | 2,163 | 2,126 | 3,508 | 4,138 | 4,800 |
| 자본총계 | 6,322 | 6,553 | 8,367 | 8,996 | 9,659 |

Income Statement (한국투자증권)

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 순수수료수익 | 1,240 | 918 | 901 | 965 | 1,011 |
| 수탁수수료 | 335 | 164 | 216 | 233 | 250 |
| 수익증권취급수수 | 93 | 85 | 80 | 86 | 93 |
| 렘카운트 | 48 | 26 | 20 | 21 | 21 |
| 인수및주선수수료 | 122 | 66 | 93 | 96 | 97 |
| 기타수수료수익 | 642 | 577 | 492 | 529 | 550 |
| 순이자수익 | 700 | 553 | 303 | 343 | 350 |
| 순상품운용수익 | 241 | 10 | 1,913 | 248 | 262 |
| 기타이익 | 25 | (31) | 107 | 0 | 0 |
| 순영업수익 | 2,205 | 1,450 | 3,224 | 1,556 | 1,622 |
| 판매비와관리비 | 920 | 849 | 737 | 688 | 708 |
| 영업이익 | 1,285 | 601 | 2,487 | 868 | 914 |
| 세전이익 | 1,301 | 560 | 2,437 | 868 | 914 |
| 법인세비용 | 339 | 146 | 214 | 239 | 251 |
| 순이익 | 962 | 414 | 2,222 | 629 | 663 |

Key Financial Data I

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 효율성 (%) | | | | | |
| 판매비율 | 79.2 | 221.3 | 105.8 | 94.7 | 91.1 |
| 영업수지율 | 170.5 | 140.0 | 123.1 | 125.7 | 126.2 |
| 배당 및 주당지표 | | | | | |
| BPS (원) | 126,688 | 131,505 | 146,535 | 162,103 | 178,690 |
| EPS (원) | 28,650 | 10,341 | 14,591 | 14,762 | 15,729 |
| DPS (보통주, 원) | 6,150 | 2,300 | 3,000 | 3,300 | 3,600 |
| PBR (배) | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| PER (배) | 1.9 | 5.2 | 3.7 | 3.7 | 3.4 |
| 배당성장률 (%) | 20.4 | 21.0 | 19.5 | 21.2 | 21.7 |
| 배당수익률 | 11.4 | 4.3 | 5.6 | 6.1 | 6.7 |

주: Key Financial Data 자주 기준

Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 현금및예치금 | 15,305 | 14,673 | 15,238 | 15,397 | 15,564 |
| 유가증권 | 45,810 | 46,341 | 52,462 | 53,009 | 53,584 |
| 대출채권 | 18,353 | 21,539 | 22,992 | 23,231 | 23,483 |
| 고정자산 | 676 | 725 | 785 | 793 | 802 |
| 기타자산 | 1,893 | 3,031 | 4,182 | 4,225 | 4,271 |
| 자산총계 | 82,037 | 86,309 | 95,658 | 96,656 | 97,704 |
| 예수금 | 14,768 | 13,938 | 14,522 | 14,537 | 14,550 |
| 차입금 | 31,347 | 33,831 | 41,104 | 41,146 | 41,183 |
| 사채 | 10,066 | 10,299 | 11,135 | 11,146 | 11,156 |
| 기타부채 | 18,427 | 20,534 | 20,301 | 20,321 | 20,340 |
| 부채총계 | 74,608 | 78,603 | 87,062 | 87,150 | 87,230 |
| 자본금 | 308 | 308 | 308 | 308 | 308 |
| 연결자본잉여금 | 614 | 608 | 608 | 608 | 608 |
| 연결이익잉여금 | 6,302 | 6,579 | 7,343 | 8,252 | 9,221 |
| 연결자본조정 | (51) | (51) | (51) | (51) | (51) |
| 기타포괄손익누계액 | 226 | 236 | 349 | 349 | 349 |
| 자본총계 | 7,428 | 7,706 | 8,596 | 9,505 | 10,474 |

Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 순수수료수익 | 1,462 | 1,162 | 1,091 | 1,161 | 1,215 |
| 순이자수익 | 1,152 | 1,117 | 936 | 1,020 | 1,040 |
| 순상품운용수익 | 22 | (777) | 259 | 263 | 299 |
| 기타이익 | 90 | 252 | (21) | 1 | 2 |
| 순영업수익 | 2,726 | 1,753 | 2,265 | 2,444 | 2,556 |
| 판매비와관리비 | 1,205 | 1,208 | 1,164 | 1,189 | 1,219 |
| 영업이익 | 1,521 | 546 | 1,101 | 1,255 | 1,337 |
| 세전이익 | 2,417 | 646 | 1,215 | 1,255 | 1,337 |
| 법인세비용 | 653 | 6 | 316 | 345 | 368 |
| 연결지배순이익 | 1,764 | 637 | 899 | 909 | 969 |

Key Financial Data II

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 성장성 (전년대비 %) | | | | | |
| 예수금증가율 | 12.3 | (5.6) | 4.2 | 0.1 | 0.1 |
| 총자산증가율 | 16.5 | 5.2 | 10.8 | 1.0 | 1.1 |
| 자기자본증가율 | 31.9 | 3.7 | 11.6 | 10.6 | 10.2 |
| 순영업이익증가율 | 50.8 | (35.7) | 29.2 | 7.9 | 4.6 |
| 순이익증가율 | 105.2 | (63.7) | 40.5 | 1.2 | 6.5 |
| EPS 증가율 | 104.3 | (63.9) | 41.1 | 1.2 | 6.5 |
| BPS 증가율 | 31.8 | 3.8 | 11.4 | 10.6 | 10.2 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| 자기자본회전율 | 50.0 | 30.4 | 39.9 | 76.9 | 83.6 |
| ROA | 2.3 | 0.8 | 1.0 | 0.9 | 1.0 |
| ROE | 27.1 | 8.5 | 11.1 | 10.1 | 9.7 |
| 총자산영업이익률 | 1.6 | 1.2 | 0.9 | 1.2 | 1.3 |

Industry Indepth
2023. 10. 11

미래에셋증권 006800

ROE 회복을 향해

▲ 금융

Analyst **조아해**
02. 6454-4870
like.cho@meritz.co.kr

RA **조혜빈**
02. 6454-4905
hevin.cho@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Hold, 적정주가 7,000원
- ✓ 업권 내 가장 높은 자본력 기반 차별화된 행보
- ✓ 다만 자본대비 높은 해외 투자 비중으로 현 부동산PF 우려 불가피
- ✓ 해당 자산에 대한 총당금 이슈로 ROE 6.1% 예상
- ✓ 추후 관련 우려가 해소되는 시점에는 타행대비 높은 회복세 기대 가능

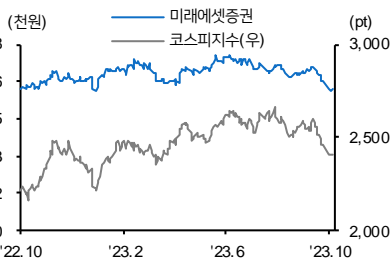
Hold (신규) (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 7,000 원
현재주가 (10.10) 6,100 원
상승여력 14.8%

| | |
|------------|---------------|
| KOSPI | 2,402.58pt |
| 시가총액 | 36,924억원 |
| 발행주식수 | 60,532만주 |
| 유통주식비율 | 47.05% |
| 외국인비중 | 13.22% |
| 52주 최고/최저가 | 7,560원/5,980원 |
| 평균거래대금 | 44.3억원 |

| 주요주주(%) | | | |
|---------------|-------|------|------|
| 미래에셋캐피탈 외 17인 | 30.33 | | |
| 네이버 | 7.83 | | |
| 국민연금공단 | 5.96 | | |
| 주가상승률(%) | | | |
| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | -11.5 | -4.2 | -1.6 |
| 상대주가 | -6.1 | 0.1 | -8.6 |

주가그래프



충분한 잠재력 vs. 잔존하는 우려

업권 내 가장 높은 자본력(2Q23 별도 기준 9조원 vs. 업종 평균 7조원)을 기반으로 사업 다각화를 피하고 있다. 수수료수익 내 브로커리지, IB+WM의 비중이 각각 50%로 균형적인 구조를 지니고 있다. 또한 해외로 시장을 확장하며 차별화된 방향성을 보여주고 있다(12개 해외법인; 1H23 세전이익 내 해외법인 비중 14%). 다만 현 부동산PF 관련 우려는 피하기가 어렵다. 1) 자본대비 국내 부동산PF 비중은 20%대로 업권 평균 30%대와 비교해 높은 수준은 아니지만, 2) 자본대비 해외 투자 비중은 40%대로 업권 평균 20%대와 비교해 높기 때문이다. 해당 자산에 대한 총당금 이슈로 ROE는 6.1% 수준(vs. 업종 평균 10.3%)을 기록할 것으로 예상된다. 그러나 추후 관련 우려가 해소되는 시점에는 타행대비 높은 회복세를 기대할 수 있는 것은 물론, 전략의 차별화가 증명될 것으로 예상된다.

2023E 당기순이익 6,660억원 전망

2023년 당기순이익은 전년대비 4.2% 증가한 6,660억원을 전망한다. 2Q 중 해외부동산 평가손실 500억원, 미수채권 총당금 260억원 등으로 인해 운용 및 기타손익이 전분기대비 52.3% 감소한 1,580억원을 기록한 바 있다. 1) 업권 공통적인 요인인 시장 거래대금 증가에 따른 위탁매매 수수료 증가는 지속될 것으로 보이나, 2) 타행대비 부동산PF 익스포처가 높은 점 고려 시, 이와 같은 운용손익의 변동성은 불가피한 것으로 판단된다.

투자 의견 Hold, 적정주가 7,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 Hold와 적정주가 7,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12m Fwd BPS 19,449원에 Target PBR 0.34배를 적용하였다. Target PBR은 3개년 평균 ROE 6.2%, COE 18.0%를 적용하였다

| (십억원) | 운영업수익 | 영업이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | ROA (%) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 2021 | 2,977 | 1,485 | 1,153 | 1,460 | 42.0 | 16,780 | 5.9 | 0.5 | 1.0 | 11.7 | 3.5 |
| 2022 | 2,176 | 836 | 639 | 810 | (44.5) | 16,352 | 7.5 | 0.4 | 0.6 | 6.2 | 3.3 |
| 2023E | 2,203 | 848 | 666 | 844 | 4.2 | 18,283 | 7.2 | 0.3 | 0.6 | 6.1 | 3.6 |
| 2024E | 2,371 | 1,007 | 730 | 925 | 9.6 | 19,449 | 6.6 | 0.3 | 0.6 | 6.2 | 4.1 |
| 2024E | 2,506 | 1,087 | 788 | 998 | 7.9 | 20,708 | 6.1 | 0.3 | 0.6 | 6.3 | 4.9 |

표22 미래에셋증권 Valuation

| | 단위 | 비고 | 미래에셋증권 |
|-------------------------|----------|-------------------------------|--------------|
| 3개년 평균 ROE | % | A | 6.2 |
| Cost of Equity | % | $B=C+(D*E)$ | 9.5 |
| 할증폭 | % | D | 8.4 |
| 조정 COE | % | $F=B+D$ | 18.0 |
| Eternal Growth | % | H | 0 |
| Adj. Fair PBR (이론적 PBR) | 배 | $I=(A-H)/(G-H)$ | 0.34 |
| Premium/Discount | % | J | 0 |
| Target PBR | 배 | $K=I*(1+J)$ | 0.34 |
| 12M Fwd BPS | 원 | L | 19,449 |
| 적정주가 | 원 | $M=K*L$ | 7,000 |
| 현재가 (10/10) | 원 | N | 6,100 |
| Upside Potential | % | $O=(M-N)/N$ | 14.8 |

자료: 미래에셋증권, 메리츠증권 리서치센터

표23 미래에셋증권 분기 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23E | 4Q23E | 2022 | 2023E | 2024E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 순수수료수익 | 293 | 243 | 211 | 205 | 227 | 245 | 249 | 226 | 952 | 947 | 1,011 |
| 수탁수수료 | 154 | 115 | 114 | 97 | 128 | 134 | 143 | 122 | 479 | 527 | 567 |
| 수익증권취급수수료 | 19 | 18 | 16 | 14 | 16 | 17 | 16 | 15 | 68 | 64 | 56 |
| 랩어카운트수수료 | 17 | 14 | 15 | 13 | 12 | 15 | 14 | 14 | 59 | 56 | 61 |
| 인수및추선수수수료 | 25 | 27 | 5 | 16 | 10 | 16 | 16 | 15 | 73 | 58 | 65 |
| 기타수수료수익 | 78 | 69 | 60 | 65 | 61 | 63 | 60 | 60 | 273 | 243 | 261 |
| 순이자수익 | 134 | 140 | 133 | 93 | 83 | 86 | 88 | 89 | 500 | 346 | 371 |
| 순상품운용수익 | 184 | 345 | 52 | (0) | 268 | 104 | 142 | 129 | 581 | 644 | 601 |
| 기타이익 | 2 | (28) | 55 | 114 | 63 | 53 | 68 | 83 | 144 | 267 | 389 |
| 순영업수익 | 612 | 701 | 451 | 412 | 640 | 489 | 546 | 528 | 2,176 | 2,203 | 2,371 |
| 판매비와관리비 | 328 | 379 | 301 | 332 | 358 | 332 | 332 | 333 | 1,340 | 1,356 | 1,364 |
| 영업이익 | 285 | 321 | 150 | 80 | 282 | 157 | 214 | 195 | 836 | 848 | 1,007 |
| 영업외이익 | (12) | 33 | 4 | (34) | 13 | 16 | 0 | 0 | (9) | 28 | 0 |
| 법인세차감전순이익 | 273 | 354 | 154 | 45 | 295 | 172 | 214 | 195 | 826 | 876 | 1,007 |
| 법인세 | 75 | 91 | 50 | (49) | 56 | 31 | 59 | 54 | 167 | 200 | 277 |
| 당기순이익 | 197 | 264 | 104 | 95 | 238 | 141 | 155 | 142 | 660 | 676 | 730 |
| 지배주주 순이익 | 192 | 254 | 104 | 90 | 237 | 133 | 155 | 142 | 639 | 666 | 730 |

자료: 미래에셋증권, 메리츠증권 리서치센터

미래에셋증권(006800)

Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 현금및예치금 | 20,956 | 16,569 | 16,432 | 17,440 | 18,148 |
| 현금및현금성자산 | 3,797 | 2,848 | 2,361 | 2,506 | 2,608 |
| 예치금 | 17,159 | 13,721 | 14,071 | 14,934 | 15,541 |
| 유가증권 | 45,753 | 48,255 | 53,965 | 57,276 | 59,602 |
| 단기매매증권 | 29,557 | 27,999 | 32,652 | 34,656 | 36,063 |
| 매도가능증권 | 13,306 | 15,913 | 17,051 | 18,097 | 18,832 |
| 파생상품 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유가증권 | 2,890 | 4,341 | 4,262 | 4,523 | 4,707 |
| 대출채권 | 28,390 | 29,084 | 38,450 | 40,809 | 42,466 |
| 유형자산 | 435 | 537 | 537 | 537 | 537 |
| 무형자산 | 102 | 82 | 83 | 83 | 83 |
| 기타자산 | 13,006 | 11,687 | 14,872 | 15,013 | 15,387 |
| 자산총계 | 108,642 | 106,213 | 124,338 | 131,158 | 136,223 |
| 예수부채 | 14,551 | 9,651 | 10,672 | 11,327 | 11,787 |
| 차입부채 | 72,046 | 75,524 | 88,553 | 93,987 | 97,803 |
| 차입금 | 16,001 | 18,961 | 22,884 | 24,288 | 25,274 |
| 환매조건부채권매 | 34,064 | 32,729 | 41,903 | 44,475 | 46,280 |
| 매도신종증권 | 10,534 | 10,468 | 10,537 | 11,184 | 11,638 |
| 사채 | 7,922 | 8,695 | 6,544 | 6,946 | 7,228 |
| 기타차입부채 | 3,525 | 4,671 | 6,684 | 7,094 | 7,382 |
| 기타부채 | 10,531 | 8,629 | 13,491 | 13,491 | 13,491 |
| 미지급금 | 6,998 | 4,865 | 9,555 | 9,555 | 9,555 |
| 미지급비용 | 663 | 646 | 598 | 598 | 598 |
| 제세예수금 | 62 | 68 | 66 | 66 | 66 |
| 임대보증금 | 62 | 66 | 66 | 66 | 66 |
| 이연법인세부채 | 8 | 23 | 29 | 29 | 29 |
| 기타 | 2,695 | 2,929 | 3,146 | 3,146 | 3,146 |
| 부채총계 | 97,566 | 93,873 | 112,734 | 118,824 | 123,101 |
| 자본금 | 4,102 | 4,102 | 4,102 | 4,102 | 4,102 |
| 자본잉여금 | 2,159 | 2,160 | 2,155 | 2,155 | 2,155 |
| 기타자본 | (441) | (372) | (289) | (289) | (289) |
| 기타포괄이익누계 | 404 | (212) | 312 | 312 | 312 |
| 이익잉여금 | 4,283 | 4,561 | 5,167 | 5,897 | 6,685 |
| 비배주주지분 | 103 | 122 | 156 | 156 | 156 |
| 자본총계 | 10,610 | 10,360 | 11,603 | 12,333 | 13,122 |

Key Financial Data I

| (%) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 수익성 | | | | | |
| 자기자본회전율 | 123.9 | 184.9 | 163.7 | 136.1 | 131.4 |
| ROA | 1.0 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| ROE | 11.7 | 6.2 | 6.1 | 6.2 | 6.3 |
| 총자산영업이익률 | 1.1 | 1.1 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |

Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 순수수료수익 | 1,333 | 952 | 947 | 1,011 | 1,069 |
| 수탁수수료 | 802 | 479 | 527 | 567 | 603 |
| 수익증권취급수수료 | 79 | 68 | 64 | 56 | 47 |
| 캡여카운트수수료 | 79 | 59 | 56 | 61 | 65 |
| 인수및주선수수료 | 95 | 73 | 58 | 65 | 72 |
| 기타수수료수익 | 279 | 273 | 243 | 261 | 282 |
| 손이자수익 | 768 | 500 | 346 | 371 | 389 |
| 순상품운용수익 | 897 | 581 | 644 | 601 | 612 |
| 기타이익 | (21) | 144 | 267 | 389 | 436 |
| 순영업이익 | 2,977 | 2,176 | 2,203 | 2,371 | 2,506 |
| 판매비와관리비 | 1,491 | 1,340 | 1,356 | 1,364 | 1,419 |
| 영업이익 | 1,485 | 836 | 848 | 1,007 | 1,087 |
| 영업외이익 | 157 | (9) | 28 | 0 | 0 |
| 법인세차감전순이익 | 1,642 | 826 | 876 | 1,007 | 1,087 |
| 법인세 | 459 | 167 | 200 | 277 | 299 |
| 당기순이익 | 31 | 20 | 10 | 0 | 0 |
| 지배주주 순이익 | 1,153 | 639 | 666 | 730 | 788 |

Key Financial Data II

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 배당 및 주당지표 | | | | | |
| BPS (원) | 16,780 | 16,352 | 18,283 | 19,449 | 20,708 |
| EPS (원) | 1,460 | 810 | 844 | 925 | 998 |
| DPS (보통주, 원) | 300 | 200 | 220 | 250 | 300 |
| PBR (배) | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| PER (배) | 5.9 | 7.5 | 7.2 | 6.6 | 6.1 |
| 배당성향 (%) | 16.3 | 19.3 | 21.2 | 21.9 | 24.4 |
| 배당수익률 (보통주 현금배당, %) | 3.5 | 3.3 | 3.6 | 4.1 | 4.9 |
| 효율성 (%) | | | | | |
| 판매비율 | 100.4 | 160.4 | 159.9 | 135.4 | 130.5 |
| 영업수지율 | 129.3 | 112.8 | 113.1 | 116.4 | 117.0 |
| 성장성 (전년대비 %) | | | | | |
| 예수금증가율 | 18.0 | (33.7) | 10.6 | 6.1 | 4.1 |
| 총자산증가율 | (17.0) | (2.2) | 17.1 | 5.5 | 3.9 |
| 자기자본증가율 | 13.5 | (2.4) | 12.0 | 6.3 | 6.4 |
| 순영업이익증가율 | 20.3 | (26.9) | 1.3 | 7.6 | 5.7 |
| 순이익증가율 | 40.3 | (44.5) | 4.2 | 9.6 | 7.9 |
| EPS 증가율 | 42.0 | (44.5) | 4.2 | 9.6 | 7.9 |
| BPS 증가율 | 17.6 | (2.6) | 11.8 | 6.4 | 6.5 |

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

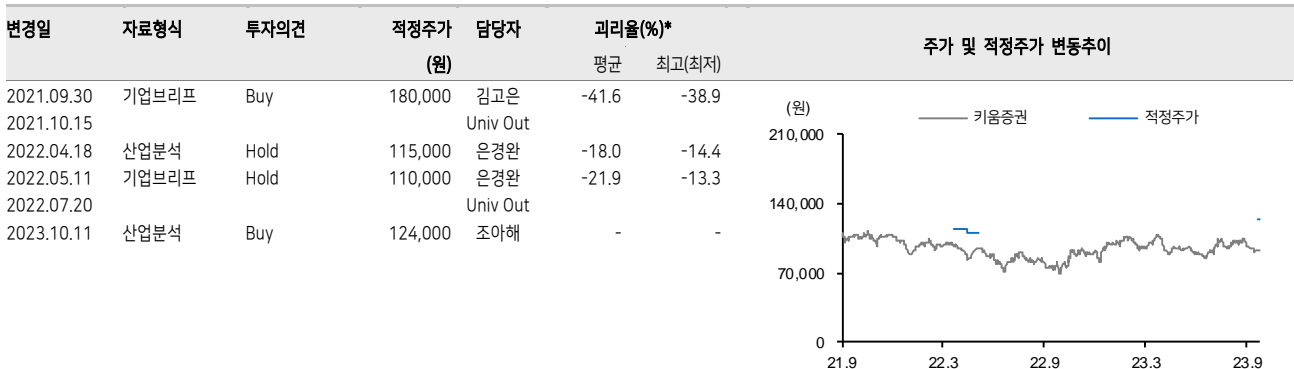
투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|------|-------|
| 매수 | 86.5% |
| 중립 | 13.5% |
| 매도 | 0.0% |

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

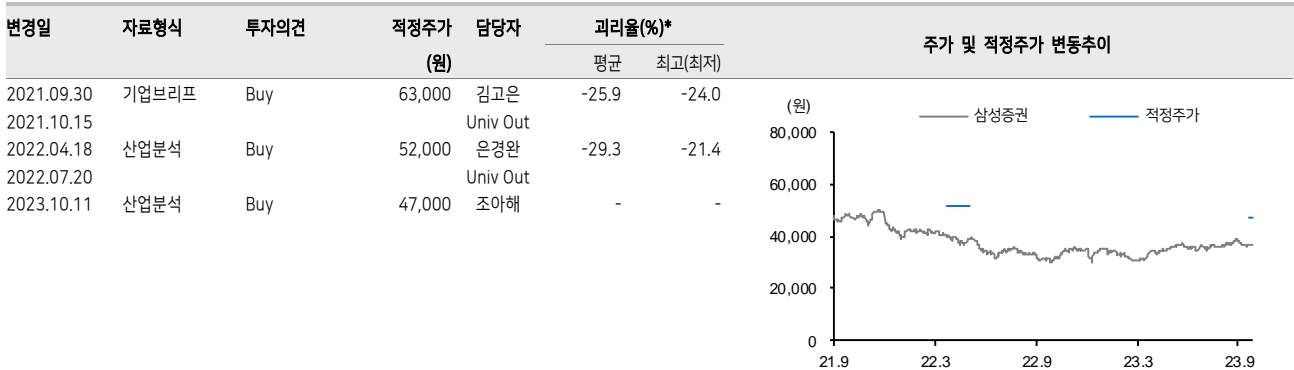
키움증권 (039490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



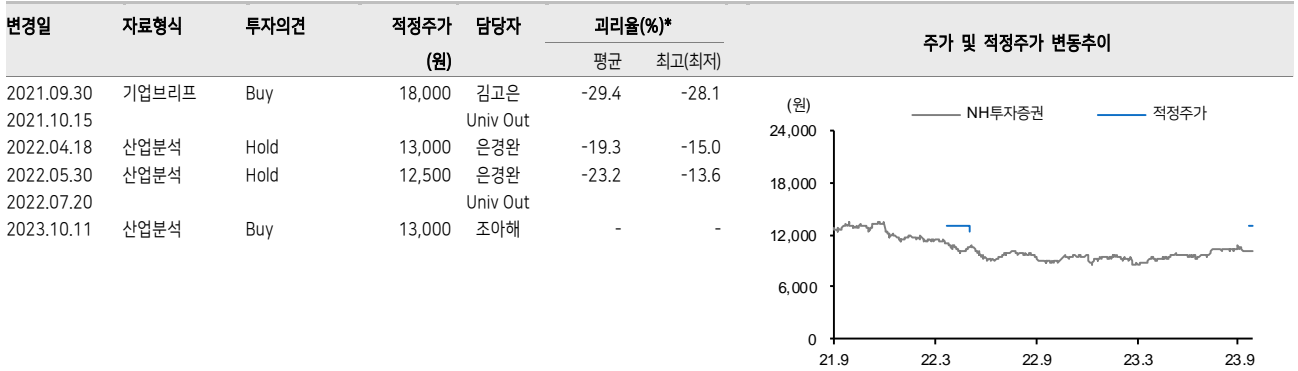
삼성증권 (016360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



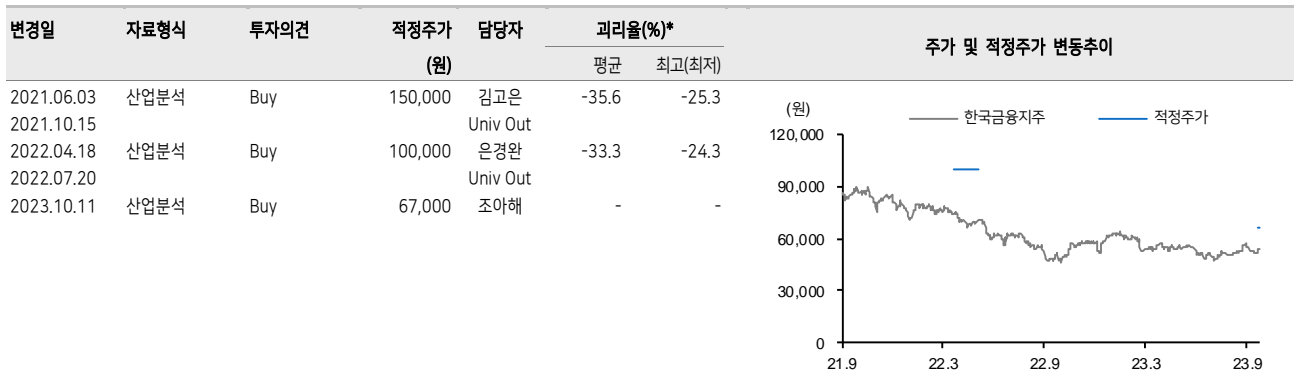
NH투자증권 (005940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한국금융지주 (071050) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



미래에셋증권 (006800) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

