Megatrend Series #6

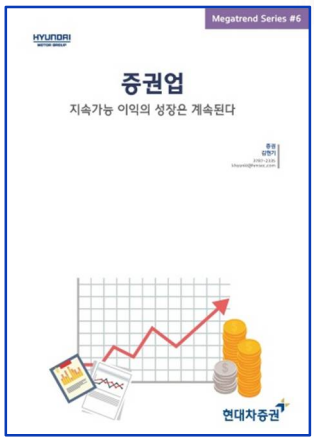
HYUNDAI MOTOR GROUP

증권업

지속가능 이익의 성장은 계속된다

증권
김현기
3787-2335
khyunki@hmsec.com

현대차증권



Contents

Ⅰ. Executive Summary | 02

Ⅱ. Top picks & 투자포인트 | 04

Valuation Method | 04
투자포인트(단기): 여전히 시장 민감도가 높은 증권업 | 05
투자포인트(중장기): 자본 활용 비즈니스 확대 | 06

Ⅲ. 낮아진 레버리지, 그 후 | 08

Multiple 의 차이는 어디에서 오는가 | 08
미국계 글로벌 증권사의 자기자본 규모 확대 | 09
성장에 대한 욕구는 자본확대로 이어진다 | 11

Ⅳ. 시대별 프리미엄을 받은 기업은? | 13

주도주 선정기준 | 13
2010 년 하반기 주도주: NH 투자증권, 한국금융지주, 삼성증권, 키움증권 | 14
2012~2014 년 주도주: 메리츠종금증권 | 15
2013~2014 년 주도주: 신영증권 | 16
2016 년 주도주: 키움증권 | 17
2017 년 주도주: NH 투자증권, 한국금융지주 | 18
2019 년 상반기 주도주: 한국금융지주 | 19
결국, "규제 수혜+지속 가능 수익 성장"이 답 | 20

Ⅴ. 소나기는 피하고 보자 | 21

부동산 PF 관련 불확실성 | 21
사모펀드 제도개선 규제 | 24
재무레버리지: 조달 확대는 이자부자산 증가로 이어진다 | 20

Ⅵ. 2020F 전망 및 사업부문 점검 | 26

2020 년 순이익 소폭 감익 전망 | 26
사업부문별 현황 및 전망 | 29

Ⅶ 해외 자회사 현황 | 37

Ⅷ. 관련 기업분석 | 40

키움증권(039490) | 40
삼성증권(016360) | 46
한국금융지주(071050) | 52
메리츠종금증권(008560) | 58
NH 투자증권(005940) | 64
미래에셋대우(006800) | 70

증권업

OVERWEIGHT

지속가능 이익의 성장은 계속된다

Analyst 김현기
02) 3787-2335
khyunki@hmsec.com

지속가능 이익 중심의 사업구조 변화

증권업은 자본 활용 비즈니스 중심의 성장이 지속될 것으로 판단한다. 그 근거는 1) 발행어음과 기업금융 증가, 2) 향후 자본 확대로 지속적인 이자부자산의 증가가 예상되기 때문이다.

당사 커버리지 기업 6개사 합산 연결 자본 규모와 ROE 추이를 보면 자본 규모가 증가하는 구간에서 ROE 하락이 있었다. 그러나 ROE 하락이 있은 후에는 더 높은 ROE 수준을 기록하며 성장을 이어가고 있다. 이는 자본 규모 증가로 인해 ROE를 이루는 분모가 커지며 단기적으로 비율은 하락했지만 자본을 활용해 더 높은 수익을 창출하고 있다는 의미로 해석할 수 있다.

극복 가능한 규제 리스크

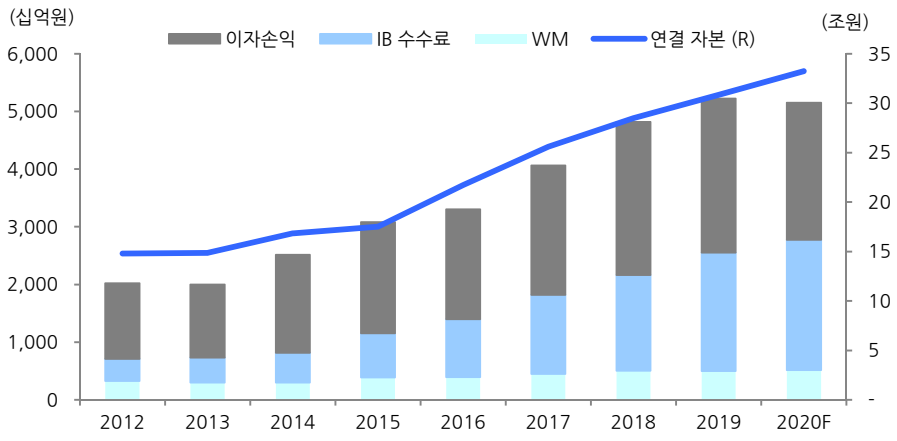
현재 2020F ROE 수준 9.2%와는 달리 올해 업황에 대한 우려로 인해 실적과 주가와의 괴리는 여전히 존재하며 이는 기회라고 판단한다.

최근 부동산PF 규제로 인한 우려로 증권업 주가는 한차례 조정을 받았다. 그러나 당사 추정에 의하면 메리츠종금증권을 제외한 기업들의 자본 대비 부동산PF 채무보증 비중은 100% 아래로, 영향은 제한적일 것이다. 우려와는 달리 셀다운, 자본확충을 통한 규제 대응이 예상된다.

단기 시장 중심 키움증권, 중기 규제 상대적 수혜주 삼성증권 제시

지속가능한 수익 위주의 성장이 지속되는 가운데 부동산PF 규제와 코로나19로 인한 주가 하락은 기회라고 판단한다. 여전히 증권업은 시장에 대한 상관관계가 높기 때문에 시장 지수 상승 시 모멘텀이 가장 큰 키움증권을 단기 Top-pick으로 제시한다. 또한, 중장기적으로 규제의 상대적 수혜주인 삼성증권을 중기 Top-pick으로 제시한다.

대형화를 통한 사업구조 변경>지속가능 이익 증가



자료: 회사자료, 현대차증권

I. Executive Summary

IB수익 위주의 성장

증권 업종에 대해 OVERWEIGHT로 분석을 개시한다. 국내 증권사들은 IB 관련 손익이 증가하며 꾸준히 성장하고 있다. 과거 증권업 손익에 가장 큰 영향을 미치는 요인은 시장거래대금이었다. 순영업수익 중 수수료 수익이 차지하는 비중이 2013년 기준 58%에 달했고, 수수료 수익 중에서도 대부분을(약 61%) 위탁거래 수수료가 차지했다. 그러나 정부의 대형화 정책과 수수료 인하 경쟁으로 인해 증권사의 수익구조도 변화하기 시작하며 지속가능 수익이 중요해지기 시작했다.

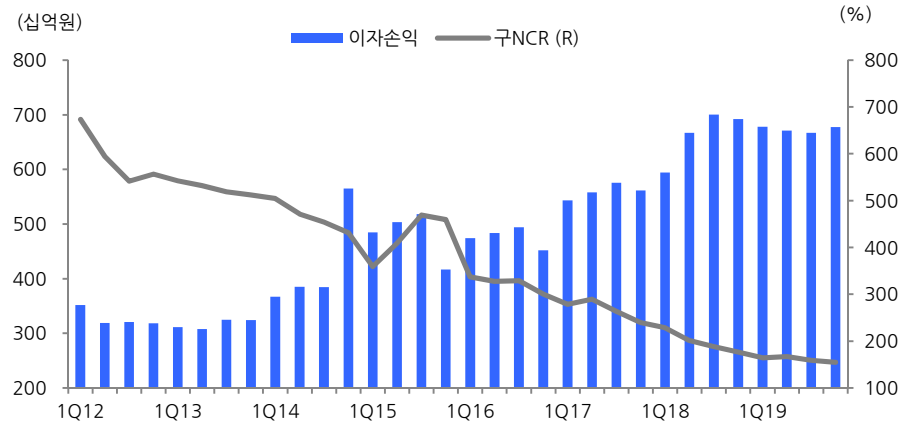
증권업 체질은 변화하고 있으나 주가 수준은 이런 변화를 반영하지 못하고 있다. 당사 커버리지 6개 기업의 2020F ROE는 9.2%인 반면 P/B multiple은 0.53배에 머물러 있다. 2020년은 정부의 부동산PF 관련 규제가 신설되는 반면, 해외 자회사에 대한 신용공여가 허용되며 성장의 기회는 여전히 존재한다고 판단한다.

Top picks

당사는 키움증권과 삼성증권을 탑픽으로 제시한다. 키움증권의 올해 연결 기준 지배순이익은 전년대비 5.2% 증가한 3,786억원을 기록할 전망이다. 경기 회복세에 힘입어 양호한 거래대금 흐름이 예상되고, 브로커리지 수익을 통한 자본 축적으로 IB와 PI부문 성장이 이어지기 때문이다.

삼성증권은 타사 대비 낮은 레버리지 비율과 NCR비율에 있어 투자여력이 존재해 수익성 좋은 딜 위주로 포트폴리오 재편이 가능할 것이다. 2020년 순이익은 전년대비 2.5% 증가할 전망이며 정부의 부동산PF 규제로 인해 자본 비율에 있어 적극적으로 영업을 확대해 나가기 어려운 국면에서 이자부자산 증가를 통해 상대적으로 수혜가 예상된다.

<그림1> NCR비율과 이자손익



자료: 금융감독원, 회사자료, 현대차증권

미국계 IB 사례를 통한 분석
1) 사업구조 변화
2) 규제로 인한 자본 확대
3) ROE 상승

국내 증권업 흐름은 장기적으로 미국계 IB와 궤를 같이하며 ROE를 높여갈 것이다. 금융위기를 거치며 글로벌 IB의 레버리지 비율은 하락하며 ROE 수준도 같이 하락하게 되었다. 그럼에도 불구하고 미국계 IB 위주의 회복세는 다시 나타난다. 자본 확충을 통해 지속가능 수익의 비중을 점차 늘려오며 ROE 수준을 상승시키는 것이다.

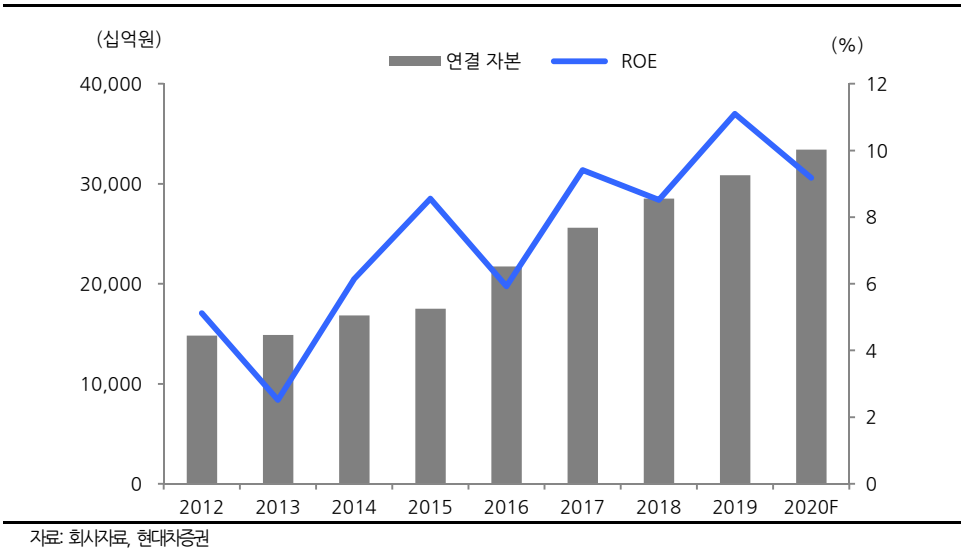
이런 미국계 IB의 대형화 과정에서 사업구조 변경은 국내 증권사의 상황과 무관하지 않다. 국내 증권산업도 IB업무를 기반으로 한 지속가능이익의 성장으로 사업구조가 변화하고 있기 때문이다. 또한, 자본 활용 비즈니스의 비중이 증가함에 따라 NCR 비율도 점차 하락하게 되었다. 국내 증권사는 추가적인 투자를 관리하는 쪽으로 갈지 아니면 자본을 확충해서 지금과 같은 성장을 추구할지 갈림길에 서게 되었다.

당사는 국내 증권사가 미국계 증권사와 같이 후자의 길을 택할 것이라 판단한다. 2019년에만 7개 증권사가 총 2.1조원에 달하는 규모의 증자를 진행했다. 이는 투자를 관리하는 방향보다는 지속 성장을 추구하겠다는 의미와 함께 자본을 활용한 비즈니스 위주의 사업구조로 변화하겠다는 것으로 판단할 수 있다.

시대별 주도주 요건은
1) 규제 수혜
2) 지속가능 수익 성장

이런 변화는 과거 10년간의 시대별 주도주에서도 확인할 수 있다. 10년간의 주도주를 살펴보면 1) 규제 수혜, 2) 지속가능수익 성장 두 가지에 해당하는 기업으로 나뉜다. 사업구조 변화로 인해 자본을 활용하는 비즈니스의 비중이 증가하고 안정적인 IB 관련 수익이 증가하는 기업이 높은 멀티플을 받았다. 또한, 펀드, 비대면 계좌 개설 허용, 발행어음 인가 등 규제의 영향을 많이 받은 기업이 주도주가 된 것을 볼 수 있다. 세부적으로 메리츠종금증권이 부동산PF 중심의 IB수익 증가, 신영증권이 펀드 규제 완화, 키움증권이 비대면 계좌개설 허용, NH투자증권과 한국금융지주가 발행어음 허가의 영향을 받았다.

〈그림2〉 자본 확대 후 ROE는 재차 상승



자료: 회사자료, 현대차증권

II. Top picks & 투자포인트

1. Valuation Method

잔여이익모형(RIM) 적용

자기자본과 외부 조달한 자금을 운용해 수익을 내는 증권업은 전통적으로 ROE-Book Value에 의한 잔여이익모형(RIM)을 적용하는 산업이다. 이익의 근간인 자본(Book Value)과 이를 얼마나 효율적으로 활용하는지(ROE)가 중요한 지표이다. 이런 가치를 산정하는 모형은 1) 잔여이익모형(RIM, Residual Income Model)과 2) 배당할인모형(DDM, Discounted Dividend Model)이 있다.

당사가 잔여이익모형을 사용하는 이유는 증권사의 배당금이 일정하지 않기 때문이다. 증권사의 이익은 은행의 수익과 같이 안정적인 수준은 아니기에 배당금을 일정하게 유지하지 않는다. 따라서 당사는 잔여이익모형을 사용했다.

RIM을 활용한 목표주가 산출 과정은 다음과 같다. 무위험수익률은 국채 3년물 1년 평균 금리를 사용하였으며, 베타는 104주 beta에 NCR비율과 배당성향을 반영한 조정 베타를 사용했다. 시장 리스크 프리미엄은 KOSPI의 역사적 리스크 프리미엄을 사용했다.

결론적으로, 2020F 업종 평균 ROE는 9.2%로 업종투자의견은 OVERWEIGHT를 제시한다.

〈그림3〉 잔여이익모형(RIM) 산식

$$Value = BPS_{t-1} + \frac{[(ROE_t - r_e) \times BPS_{t-1}]}{(r_e - g)}$$

ROE_t : t년도 ROE　　r_e: 자본시장 요구수익률
BPS_{t-1} : t-1년도 BPS　　g: 영구성장률

자료: 현대차증권

〈표1〉 커버리지 목표주가 산출　　(원, %, 십억원, 배)

	미래에셋대우	NH투자증권	한국금융지주	삼성증권	메리츠종금증권	키움증권
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	8,100	13,000	84,000	47,000	4,500	96,000
현재주가	6,550	10,450	64,100	34,300	3,555	67,700
괴리율	23.7%	24.4%	31.0%	37.0%	26.6%	41.8%
Valuation						
2019 BPS	13,146	17,999	86,436	55,422	6,032	89,743
2020F ROE	6.3	7.4	14.2	7.9	10.0	15.6
COE	10.2	10.1	14.7	9.4	13.3	14.6
조정 Beta	0.9	0.8	1.3	0.8	1.1	1.3
Growth rate	0	0	0	0	0	0
목표주가	8,100	13,000	84,000	47,000	4,500	96,000

주: 조정 beta는 104주 beta에 NCR 500% 이상 배당성향 30% 이상 70%, NCR 500% 이상 배당성향 30% 이하 80%, NCR 500%이하 배당성향 30% 이하 110% 적용,
자료: 현대차증권

투자포인트(단기): 여전히 시장 민감도가 높은 증권업

단기 이벤트로 인한 하락은 매수 기회

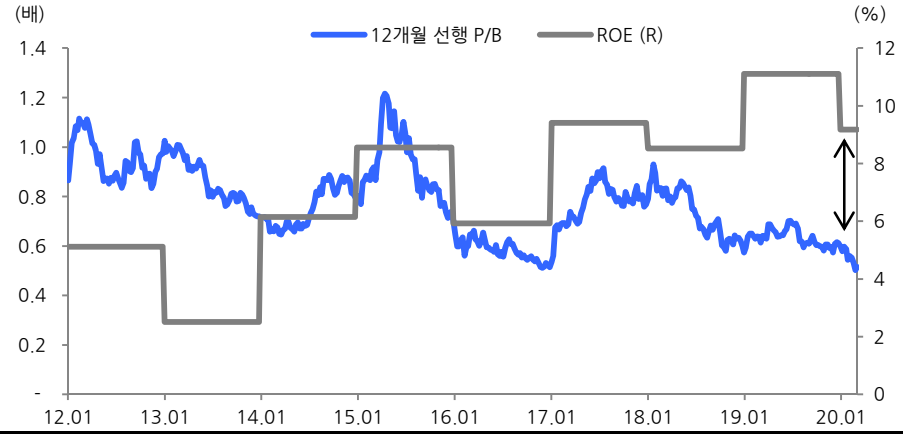
증권업 주가는 2019년말 부동산 PF 규제에 이어 코로나19 이슈로 인해 조정을 받았다. 이런 단기 주가 하락은 증권업 비중확대에 있어 기회요인으로 작용한다. 최근 주가 조정은 당사 커버리지 6개사 합산 P/B 멀티플 0.53배는 2020F ROE 9.2% 수준을 고려하면 과도한 하락이라 판단한다.

1) IB와 PI 성장
2) 부동산PF 영향 제한적
3) 상승 모멘텀

이런 상황에서 당사는 단기 Top pick으로 키움증권을 제시한다. 그 근거는 1) 캐시카우인 브로커리지를 기반으로 IB, PI 성장이 돋보이고, 2) 자기자본대비 부동산PF 비중이 60% 수준으로 부동산PF 규제 영향이 제한적이고, 3) 주가와 지수의 상관계수가 높아 상승 모멘텀이 가장 크기 때문이다.

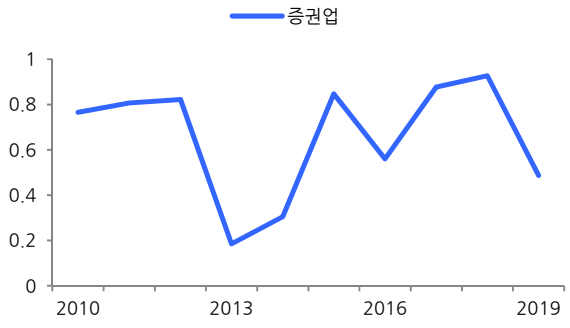
키움증권 위탁매매수수료는 시장점유율을 높여가며 지속적으로 증가하고 있다. 이를 기반으로 축적한 자본을 통해 사업구조는 점차 변화가 이뤄지고 있다. 2019년 기준 이자손익은 32.8% 증가했고 트레이딩 손익 또한 2018년을 제외하면 증가추세에 있다.

<그림4> 커버리지 6개사 합산 ROE와 P/B 추이



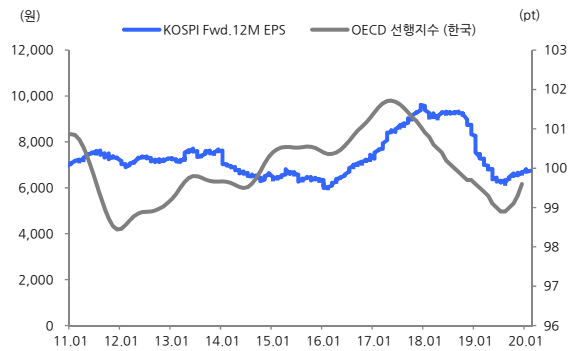
자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림5> 코스피 지수와 증권업 지수 상관관계



자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림6> 코스피 12M Fwd EPS와 OECD 선행지수



자료: Quantiwise, 현대차증권

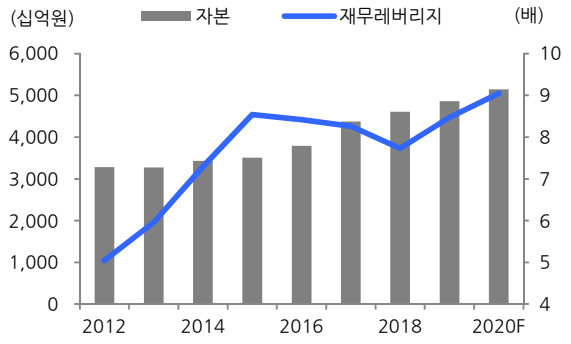
투자포인트(중장기): 자본 활용 비즈니스 확대

규제로 인한 상대적 수혜와 투자 여력 존재

규제 수혜와 IB 수익 중심의 성장이 가능한 삼성증권을 중장기 Top pick으로 제시한다. 근거는 1) 비교적 구NCR에 여유가 있어 추가 투자여력이 있고, 별도 레버리지 비율도 8.5배로 상한선인 11배까지 여유가 있기 때문이다. 또한, 2) 지난 10년간의 주도주를 살펴보면 크게 규제 수혜, 지속가능 수익이 증가하는 기업이 outperform했는데 삼성증권은 이 두 가지 요소를 모두 갖추었다. 올해 ROE 7.9% 수준에서 2020F P/B 멀티플 0.65배는 적정주가 대비 37.0% 저평가되었다고 판단한다.

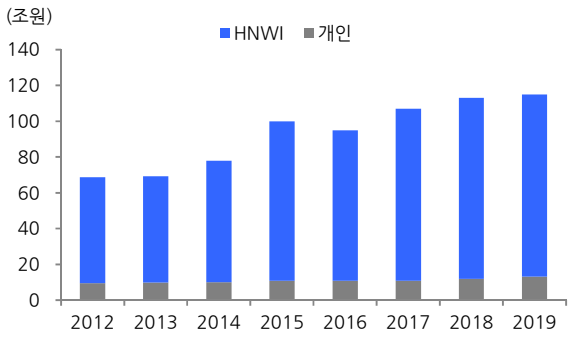
국내 증권업 ROE는 그동안 지속적으로 증가했다. 이는 위험액 인수를 통한 투자로 IB 관련 이자손익 성장에 기인한다. 그에 따라 국내 증권사 구NCR 비율은 150% 수준으로 낮아지면서 투자 관리에 보다 집중해야 하는 시기가 도래했다. 2016년 신NCR을 도입하면서 구NCR은 규제사항에 포함되진 않지만 신용평가사의 신용평가 항목에는 구NCR이 반영되며 대형 증권사의 입장에서는 관리가 필요하다. 2019년 말 커버리지 6개 증권사 평균 구NCR비율은 155%로 하한선인 150%에 가까운 상황이 되었다. 이런 상황에서 이자손익이 지속 증가할 수 있는 삼성증권을 제시한다.

<그림7> 삼성증권 재무 레버리지와 자본규모 추이



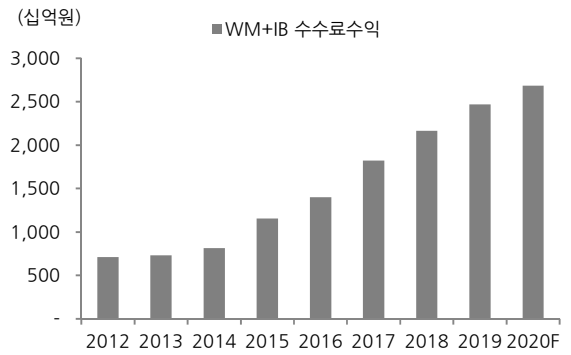
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림8> 삼성증권 HNWI 고객 자산 추이



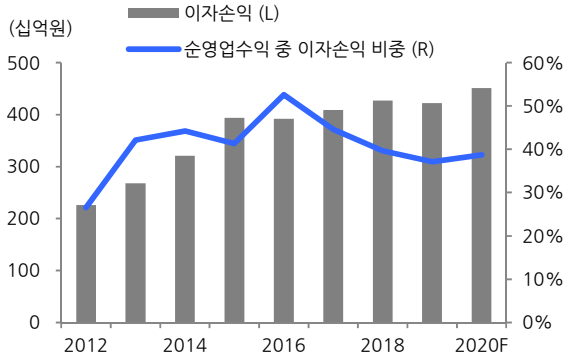
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림9> WM+IB수수료 수익 추이



주: 당사 커버리지 6개사 합산
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림10> 삼성증권 이자손익 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

〈표2〉 Valuation table

(원, %, 십억원, 배)

	미래에셋대우	NH투자증권	한국금융지주	삼성증권	메리츠종금증권	키움증권	가중평균
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
목표주가	8,100	13,000	84,000	47,000	4,500	96,000	업종 투자의견
현재주가	6,550	10,450	64,100	34,300	3,555	67,700	OVERWEIGHT
괴리율	23.7	24.4	31.0	37.0	26.6	41.8	29.5
목표시총	5,332	3,658	4,681	4,197	2,778	2,122	22,768
현재시총	4,312	2,941	3,572	3,063	2,195	1,496	17,578
P/B							
2018	0.55	0.77	0.80	0.60	0.84	0.73	0.70
2019	0.59	0.72	0.83	0.69	0.64	0.66	0.69
2020F	0.55	0.67	0.78	0.65	0.58	0.55	0.64
P/E							
2018	9.9	10.8	6.6	8.4	6.0	7.6	8.4
2019	8.2	8.2	5.0	8.7	4.3	4.0	6.8
2020F	9.0	9.6	5.7	8.5	6.1	3.9	7.5
ROE							
2018	5.3	7.3	11.7	7.4	14.3	10.4	8.9
2019	7.5	9.2	17.2	8.2	16.1	17.1	11.8
2020F	6.3	7.4	14.2	7.9	10.0	15.6	9.6
ROA							
2018	0.4	0.7	0.9	0.9	1.6	1.4	0.9
2019	0.5	0.9	1.4	0.9	1.6	1.8	1.1
2020F	0.4	0.8	1.2	0.9	1.0	1.4	0.9
배당수익률							
2018	3.4	3.8	2.9	4.4	4.7	2.5	3.6
2019	3.4	5.0	3.5	4.7	5.2	3.4	4.1
2020F	3.4	5.0	3.5	5.5	5.2	3.6	4.3
배당성향							
2018	33	42	19	37	28	19	31
2019	28	41	17	41	22	14	28
2020F	30	48	20	47	32	14	33

자료: Quantiwise, 회사자료, 현대차증권

III. 낮아진 레버리지, 그 후

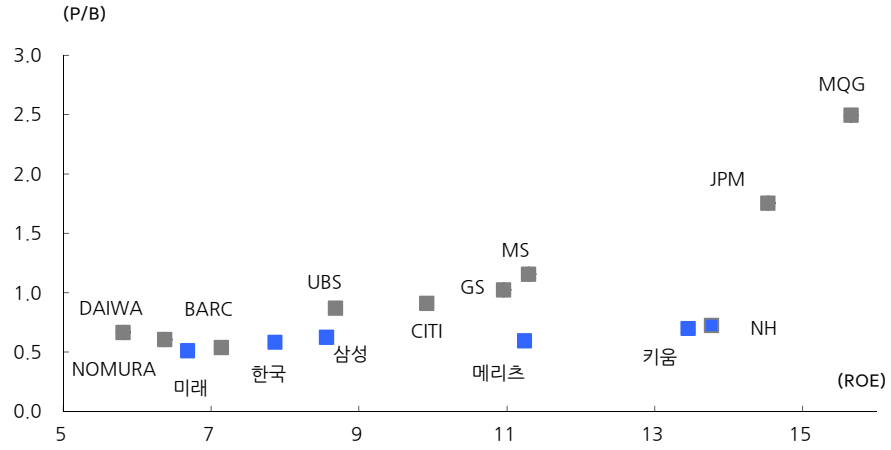
1. Multiple의 차이는 어디에서 오는가

대형화 과정에서 사업구조변경

Goldman Sachs의 2019년 말 기준 자기자본 규모는 100조원을 넘어서 107조원(환율 1,200원 적용)에 이르렀다. 국내 증권사 중 가장 큰 자본 규모를 가진 미래에셋대우의 경우 9조원을 넘어서는 수준으로 단기간에 빠른 성장을 했지만 글로벌 IB와는 10배 이상 차이가 나는 상황이다.

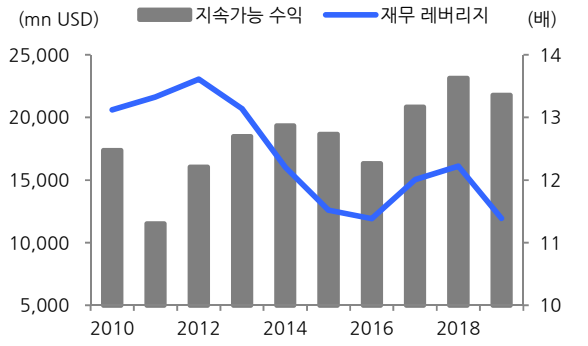
미국 증권 산업 전체 자기자본 규모는 지속적으로 증가했지만 증권회사 수는 감소하며 대형화가 이뤄지고 있다. 그 과정에서 IB, PI 중심의 사업구조로 재편되며 금융 위기 전까지 ROE 20%를 넘는 효율성을 낼 수 있었다. 금융위기 후에는 낮아진 레버리지와 ROE 수준에도 불구하고 지속적인 사업구조 변경으로 이익의 지속가능성과 안정성이 높아지며 P/B multiple은 국내 증권사와는 격차가 벌어지고 있다.

〈그림11〉 국내외 증권사 2020F ROE와 PBR



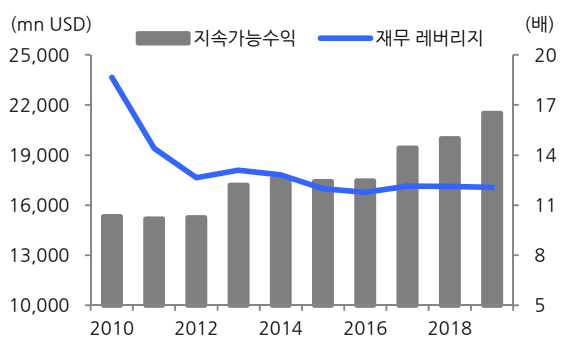
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림12〉 Goldman Sachs 지속가능수익과 레버리지



주: 지속가능수익=IB+Investment&Lending+Investment Management
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림13〉 Morgan Stanley 지속가능수익과 레버리지



주: 지속가능수익=WM+Investment Management
자료: Bloomberg, 현대차증권

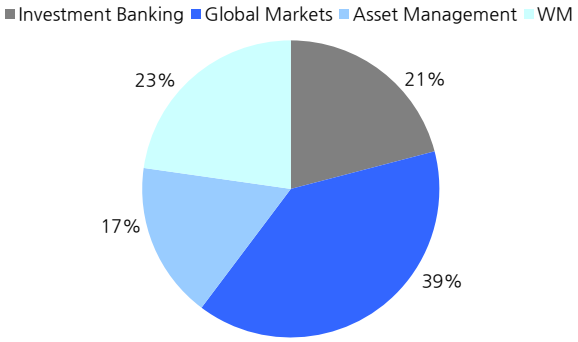
2. 미국계 글로벌 증권사의 자기자본 규모 확대

M&A와 증자를 통한 자본확충

금융위기 전 글로벌 IB들의 ROE는 20%를 상회하는 수준을 구가했다. 2007년 기준으로 Goldman Sachs와 Morgan Stanley의 재무 레버리지는 각각 27배, 34배에 달했다. 금융위기 이후에는 강화된 자본규제로 인해 레버리지 비율은 10배정도 수준으로 낮아졌고 그에 따라 ROE도 낮아지게 되었다. ROE와 같은 효율성 지표의 절대적 수준은 낮아졌지만 지속가능한 사업구조로 변화되며 이익의 질과 안정성은 더욱 높아졌다.

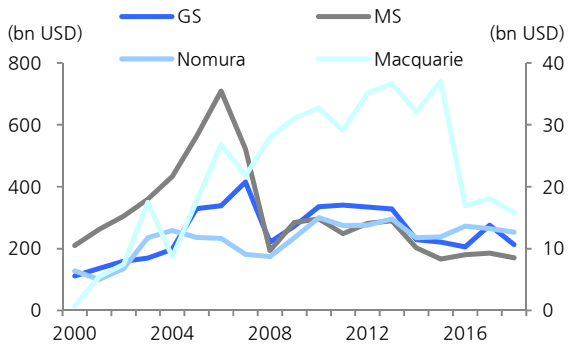
미국계 증권사의 사업구조 변경은 1980년대부터 시작되었다. 미국 증권산업은 1975년 위탁매매 고정 수수료율이 폐지되면서 사업구조 변화가 촉발되었다. 위탁매매 수익 비중은 1980년 35%에서 2000년 14%까지 하락하였고, RP를 활용한 자금조달 활동이 크게 증가하여 총부채에서 RP가 차지하는 비중이 1990년에는 50%를 초과하였다. 또한, M&A 자문을 비롯하여 merchant banking RP, 사모발행 등 증권관련 신규 업무에 따른 수익의 비중도 10%에서 30~40%로 크게 증가하였다.

<그림14> Goldman Sachs 사업 구조



주: 2019년 기준
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림15> 글로벌 IB 단기차입금&RP 추이

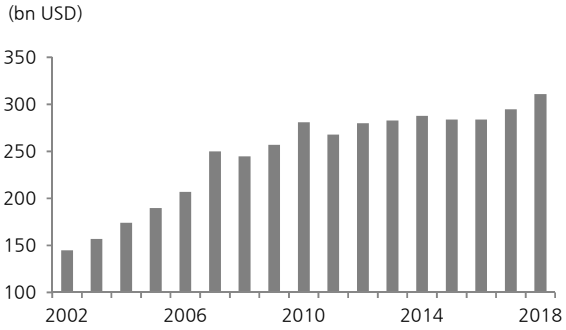


자료: Bloomberg, 현대차증권

금융위기 이후 강화된 자본규제 환경에서 미국계 IB들은 이자손익과 PI 관련 영업활동 비중을 유지하는 대신 자기자본을 높였다. 자본 규제 하에서 추가 이익 개선을 위해서는 1) 자기자본을 증가시키는 방법과 2) 고마진 사업의 자산 회전율을 높이는 방법(ROA 상승)이 있다.

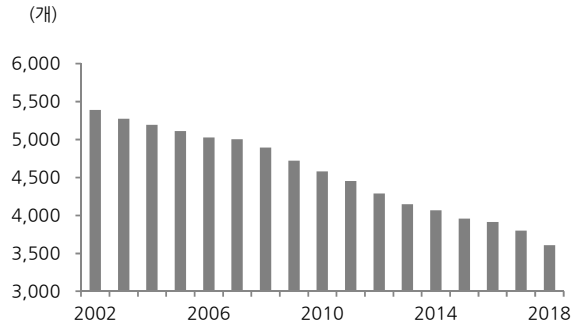
미국 증권업계는 증자와 M&A를 통한 성장으로 자본비율(NCR, 바젤III)을 충족시켰다. FINRA(미국 금융산업규제당국)에 등록된 브로커-딜러 추이를 보면 증권회사 수는 지속적으로 감소하는 추세를 보이는 반면, 전체 증권업 자기자본 추이는 증가하는 모습을 보인다. 이를 통해 M&A와 한계 증권사 퇴출을 통해 대형화가 이뤄졌음을 알 수 있다. 또한, 이 시기에 미국계 IB와 유럽계 IB는 다른 행보를 보이기 시작한다. 금융위기 이후 미국 경제는 점차 회복세로 돌아서는 반면에 유로존은 부진한 경기 상황이 지속되었다. 유럽계 IB는 FICC 등 고위험 사업에서 철수하고 M&A 자문 등 전통적 IB와 자산관리 업무에 치중했다.

〈그림16〉 미국 증권산업 자기자본 추이



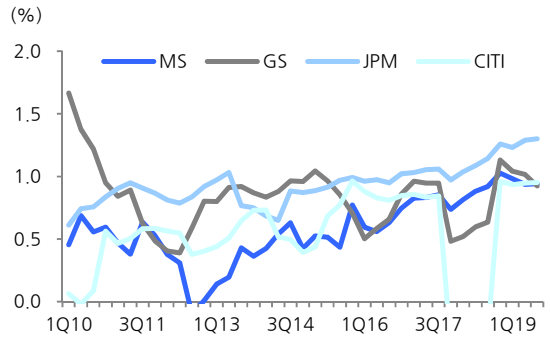
주: NYSE 등록 기업 기준
자료: SIFMA, 현대차증권

〈그림17〉 Broker-Dealer 추이



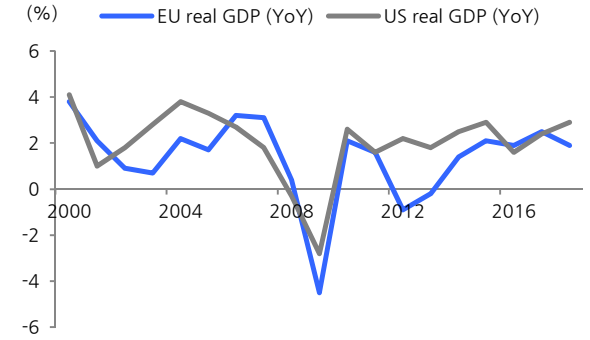
자료: SIFMA, 현대차증권

〈그림18〉 미국계 IB의 ROA



주: 2017년 중 ROA 하락은 세제개편으로 인한 DTA 일시상각 영향
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림19〉 미국과 유로존의 GDP 성장률 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈표3〉 시대별 유럽 IB의 주력 사업

	1990년대	2000년~2008년	2009년 이후
UBS	스위스 리테일 상업은행 글로벌 WM	미국, 유럽 및 아시아 시장 중심 IB 및 WM	스위스 리테일 상업은행 글로벌 WM
크레딧스위스	스위스 상업은행, WM	미국, 유럽 아시아 시장 중심 IB 및 WM	미국 IB, 글로벌 WM
도이치방크	독일 기업고객 중심 상업은	미국, 유럽 및 아시아 시장 중심 IB	글로벌 기업금융 및 WM
바클레이스	영국 리테일 고객 중심 상업은행	미국, 유럽 시장 중심 IB	영국 소매상업은행
RBS	영국 리테일 고객 중심 상업은행	미국, 유럽 시장 중심 IB	영국 소매상업은행

자료: 자본시장연구원, 현대차증권

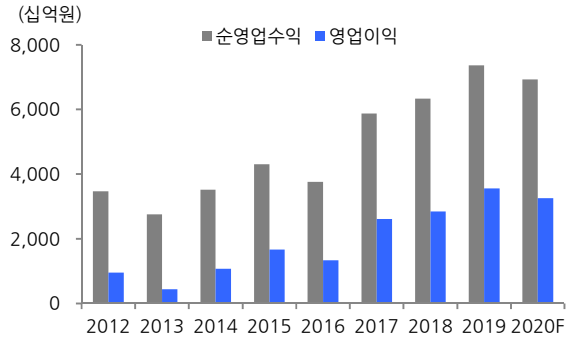
3. 성장에 대한 욕구는 자본확대로 이어진다.

증권사 증자는 꾸준히 이어지고 있음

이런 미국계 IB의 대형화 과정은 최근 국내 증권사의 상황과 무관하지 않다. 국내 증권사의 순영업수익 규모는 점차 증가하여 2019년 연결 기준 6개사 합산 이익은 3.2조원을 넘는 수준으로 성장했다. 위탁수수료율은 감소하는 가운데 IB업무를 기반으로 한 이자수익과 트레이딩 손익의 성장으로 점차 사업구조는 변화하고 있다. 또한, 자본 활용 비즈니스의 비중이 증가함에 따라 NCR도 점차 하락하게 되었다. 국내 증권사는 추가적인 투자를 관리하는 쪽으로 갈지 아니면 자본을 확충해서 지금과 같은 성장을 추구할지 갈림길에 서게 되었다.

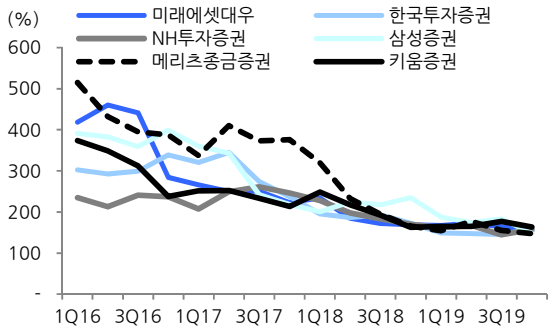
당사는 국내 증권사가 미국계 증권사와 같이 후자의 길을 택할 것이라 생각한다. 2019년에만 7개의 증권사가 총 2.1조원에 달하는 규모의 증자를 했다. 이는 투자를 관리하는 방향보다는 지속 성장을 추구하겠다는 의미와 함께 자본을 활용하는 비즈니스 위주의 사업구조로 변화하겠다는 것으로 판단할 수 있다.

〈그림20〉 순영업수익과 영업이익 추이



주: 당사 커버리지 기업 6개사 합산, 2020F는 당사 추정치
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림21〉 증권사별 구NCR 비율 추이



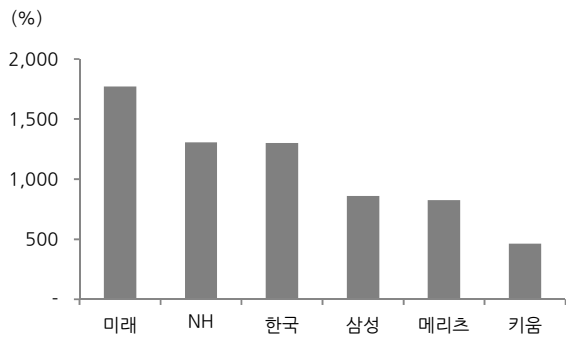
자료: 금융감독원, 현대차증권

〈표4〉 증권사별 자본 확충 추이 (단위: 억원)

	2015	2016	2017	2018	2019
미래에셋대우	9,538			7,000	
NH투자증권					
한국투자증권		7,299			7,770
삼성증권			3,383		
메리츠종금증권	4,142		7,480		2,000
키움증권				3,552	
신한금융투자		5,000			6,600
KB증권		1,800			
하나금융투자				11,975	
한화투자증권		2,000			1,000
하이투자증권	1,000				2,175
IBK증권	1,000				
BNK투자증권	300	500		2,000	
현대차증권					1,035
이베스트투자증권					779
합계	15,980	16,599	10,863	24,527	21,359

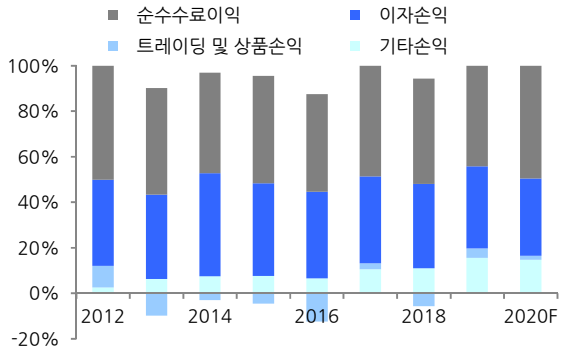
자료: 금융감독원, 현대차증권

〈그림22〉 증권사별 연결 NCR 비율



주: 2019년 말 기준
자료: 회사자료, 현대차증권

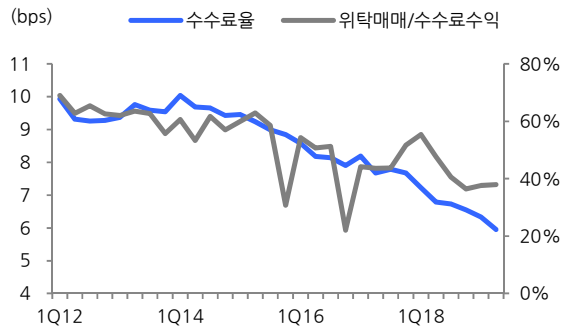
〈그림23〉 사업구조 변화 추이



주: 당사 커버리지 6개사 합계
자료: 회사자료, 현대차증권

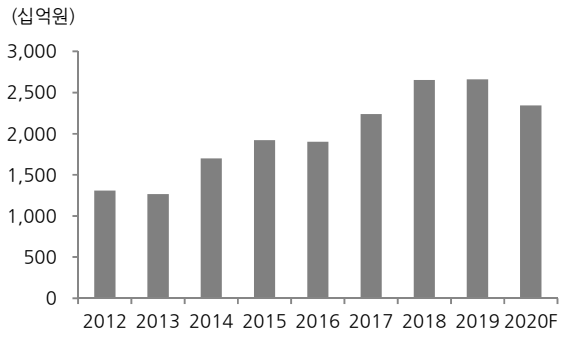
이에 따라 지속적으로 사업구조는 변화하고 있다. 위탁매매수수료의 비중은 감소하면서 자산관리와 IB 수익의 비중은 증가하고 있다. 또한, 전통적인 IB 업무를 넘어 자본공급자의 역할을 하면서 이자손익의 비중이 지속적으로 증가하고 있다. 지속가능한 이익 중심으로 성장하게 되면서 지금과 같은 저평가 구간은 점차 해소될 것으로 전망한다.

〈그림24〉 증권업 수수료 수익 중 위탁매매 비중 추이



자료: 금융감독원, 현대차증권

〈그림25〉 증권업 이자손익 추이



주: 당사 커버리지 6개사 합계
자료: 회사자료, 현대차증권

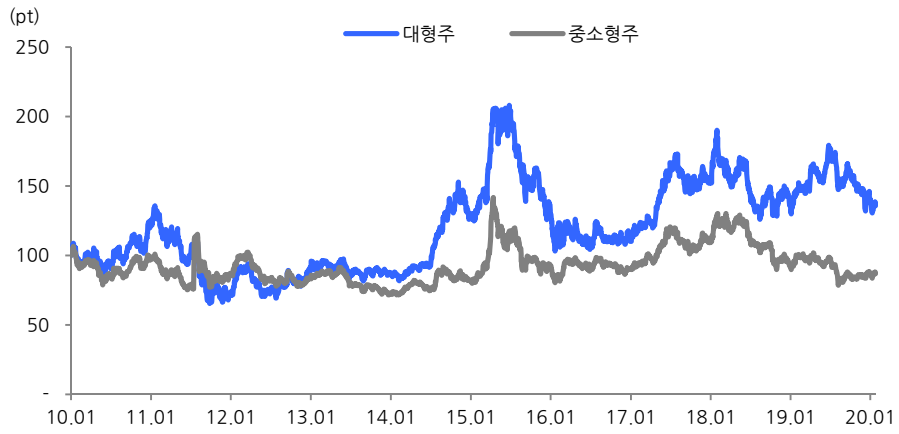
Ⅳ. 시대별 프리미엄을 받은 기업은?

1. 주도주 선정기준

주가 아웃퍼폼과 Multiple 상승을 통한 주도주 산정

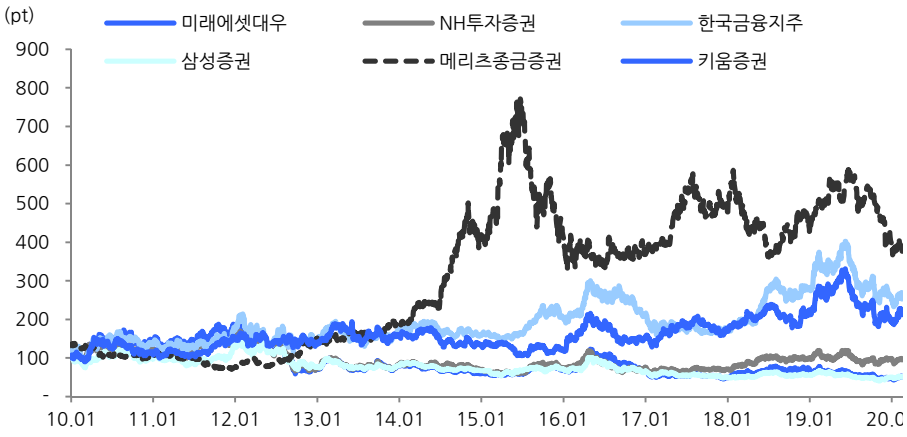
주식의 관점에서 프리미엄을 받았다는 것은 두 가지 관점에서 볼 수 있다. 지수 대비 주가가 아웃퍼폼 했는지와 높은 Multiple을 받았는지로 나눠 본다면 시대별로 본 증권주는 조금 다른 결과가 나온다. 따라서 단순히 주가가 Outperform했는지로 본다면 밸류의 관점에서 한계가 있다는 판단에 multiple 상승과 주가 수익률 모두를 만족시키는 기업을 주도주로 선정했다. 증권업은 자본(Book)을 활용해 수익을 창출하는 산업이기에 Multiple은 P/B ratio를 적용했다.

〈그림26〉 자본 총액별 주가 추이



주: 자본총액 3조 이상 대형주, 3조 이하 중소형주로 분류
자료: Quantiwise, 현대차증권

〈그림27〉 커버리지 기업 주가 추이



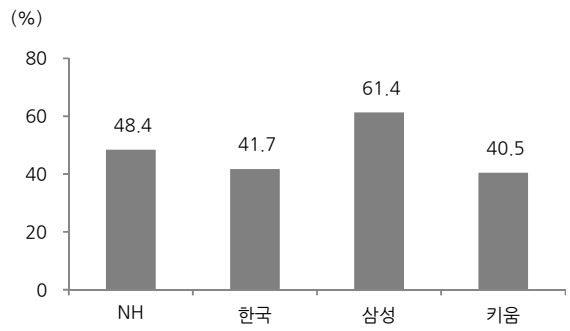
주: 2010년 기준 100
자료: Quantiwise, 현대차증권

2010년 하반기 주도주: NH투자증권, 한국금융지주, 삼성증권, 키움증권

2010년 하반기는 증권업 전반적인 호조

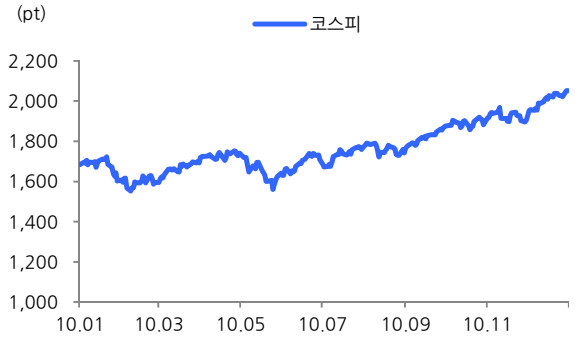
2010년도 하반기에는 NH투자증권, 한국금융지주, 삼성증권, 키움증권이 주도주였다. 이 시기는 증권업 전체적으로 주가 수익률이 높은 구간이었다. 이익 변수별로 본다면 코스피는 2,000 pt를 돌파했고 시중금리인 국채 3년물 금리는 급락했다. 또한, 증시 상승에 따라 증권사의 파생결합증권 발행도 증가하였다. 해외지수인 HSCEI, S&P500는 동 기간 각각 10.6%, 22.4% 상승하는 안정적인 상황에서 트레이딩 손익도 상승했다.

〈그림28〉 주가 수익률



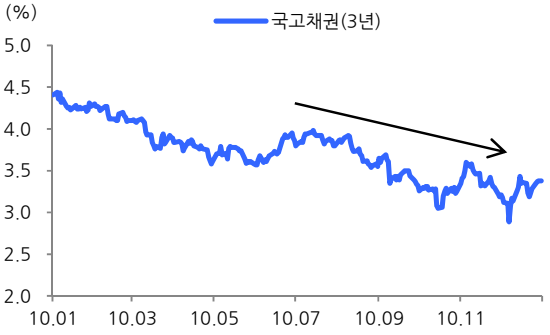
자료: Quantiwise, 현대차증권

〈그림29〉 2010년 코스피 추이



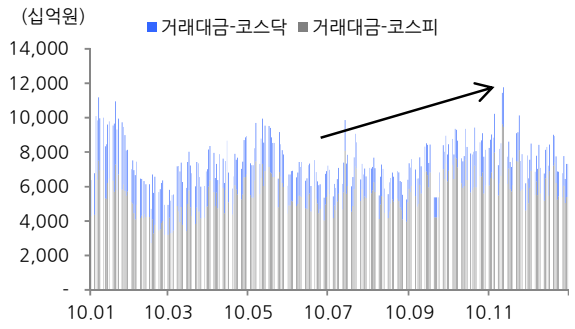
자료: Quantiwise, 현대차증권

〈그림30〉 2010년 국고채 3년물 추이



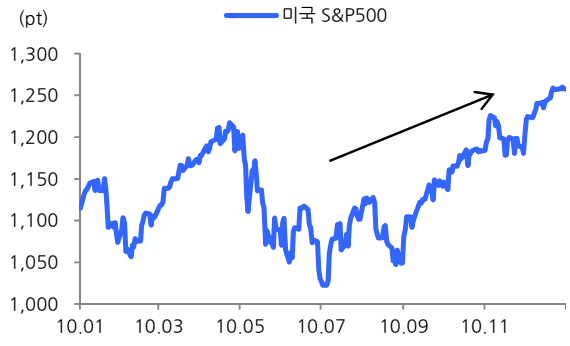
자료: Quantiwise, 현대차증권

〈그림31〉 2010년 거래대금 추이



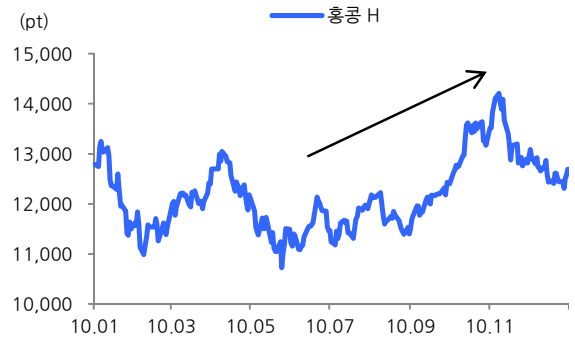
자료: Quantiwise, 현대차증권

〈그림32〉 2010년 S&P 500 지수 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

〈그림33〉 2010년 홍콩 H 지수 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

2012~2014년 주도주: 메리츠종금증권

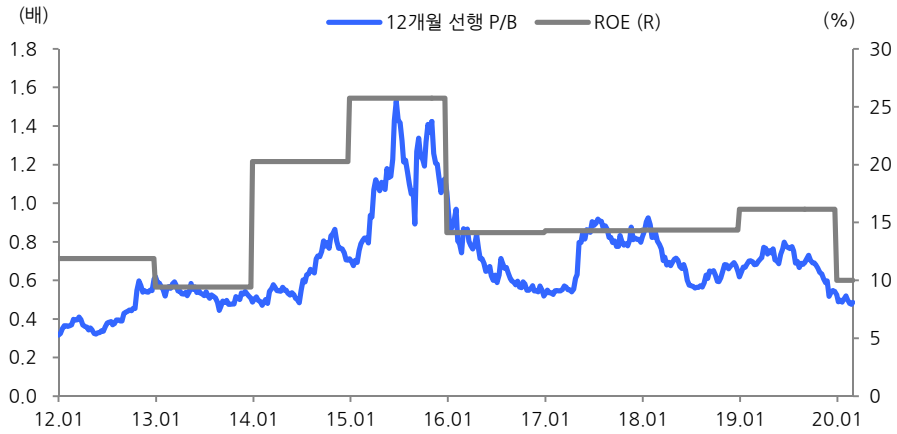
2012~2014년은 증권업 전반적인 호조

2012년부터 2014년까지는 메리츠종금증권의 상승이 두드러졌다.

당시 코스피는 1,800~2,000 pt 사이의 박스피를 형성하며 지루한 장세를 이어갔다. 일평균 거래대금 역시 코스피, 코스닥 합산 8조 수준으로 코스피가 2,000 pt를 돌파한 2010년 약 10조원보다 낮은 수준이었다.

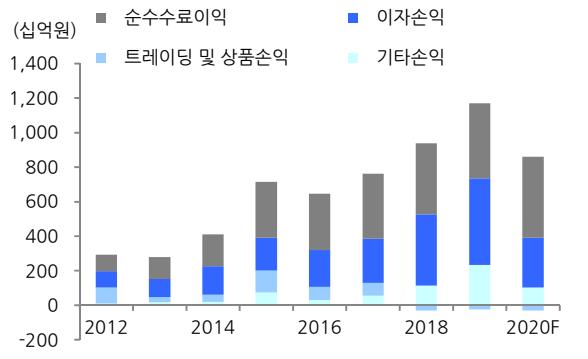
메리츠종금증권의 성장세는 2012년부터 시작되었는데 이는 부동산PF를 통한 이자손익 증가에 기인한다. 동사의 지급보증액은 2011년부터 본격적으로 상승하기 시작하였는데 수수료율이 높은 부동산PF 지급보증에 드라이브를 걸며 빠르게 성장할 수 있었다. 2013년은 대부분의 증권사 ROE가 급격히 낮아지는 구간이었는데 타사대비 메리츠는 ROE 하락 수준이 소폭이었고, 그 후 ROE 개선 폭이 가장 컸다. 또한, 우리투자증권과 동양종금의 종금 라이선스가 만료되며 유일하게 종금 라이선스를 보유하고 있어 시장의 관심을 받는 점도 영향을 주었다.

〈그림34〉 메리츠종금증권 P/B와 ROE 추이



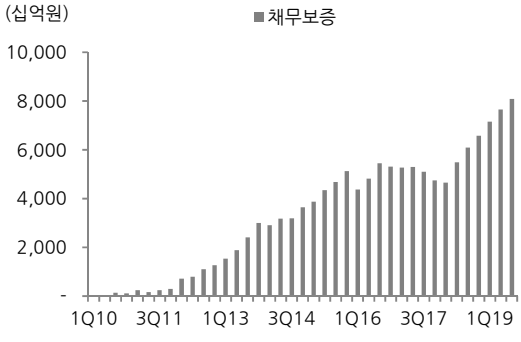
자료: Quantiwise, 현대차증권

〈그림35〉 메리츠종금증권 실적 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림36〉 메리츠종금증권 채무보증 추이



자료: 금융감독원, 현대차증권

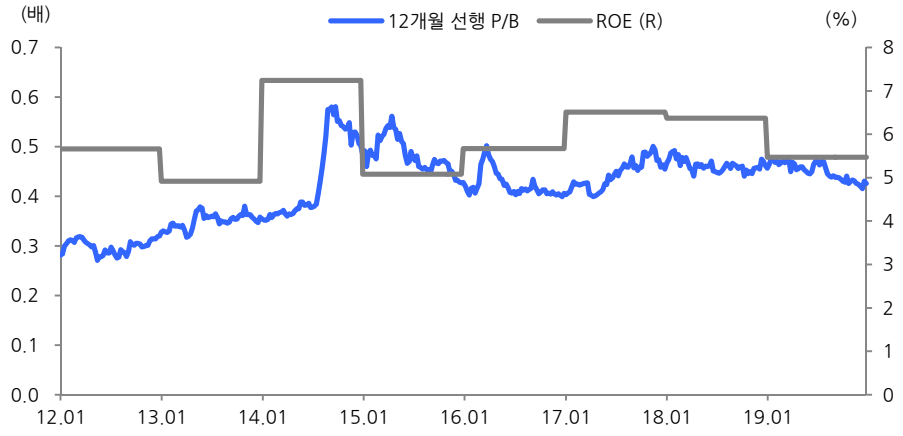
2013~2014년 주도주: 신영증권

펀드 규제 완화 수혜

신영증권은 펀드 관련 규제 완화로 인한 수혜를 받았다. 2013년 펀드슈퍼마켓 출시, 사모펀드 규제 완화에 이어 2014년 장기펀드 세제혜택, 분리과세 하이일드펀드 출시까지 연달아 펀드관련 규제 완화가 이어졌다.

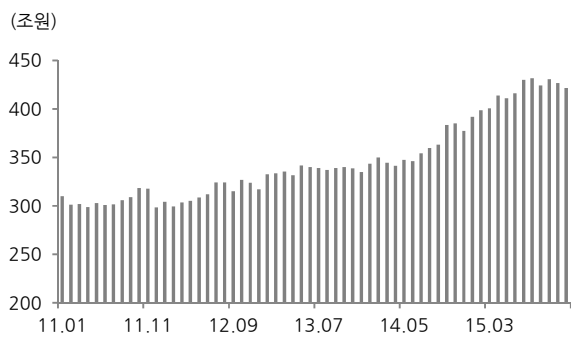
펀드 관련 규제 완화가 침체된 펀드시장에 활력을 넣을 것이라는 기대감이 주가에 반영되었다. 신영자산운용 투자일임 자산은 2013년과 2014년에 각각 81.3%, 40.9%씩 증가하며 2013년 증권업 전체 순이익은 적자로 돌아섰지만 신영증권은 안정적인 실적을 보였다.

〈그림37〉 신영증권 P/B와 ROE 추이



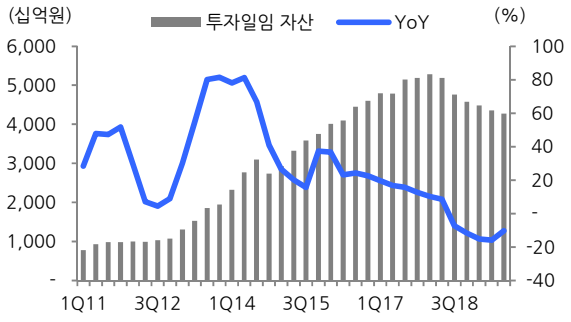
자료: Quantiwise, 현대차증권

〈그림38〉 펀드 설정액 추이



자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림39〉 신영자산운용 투자일임 자산 추이



자료: 금융투자협회, 현대차증권

2016년 주도주: 키움증권

비대면 계좌 개설 허용 수혜

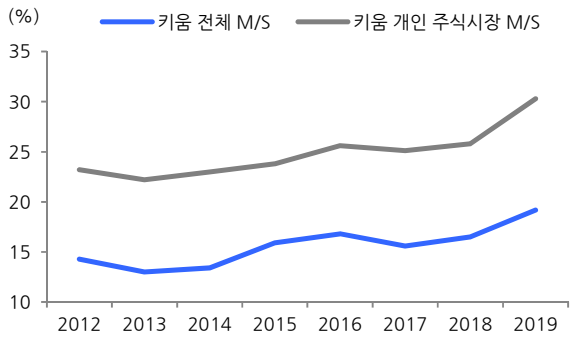
2016년에는 키움증권이 주도주였다. 주가 상승의 주 요인은 1) 비대면 계좌 개설 허용과 2) 수익구조 중 파생결합증권 관련 비중이 타사 대비 적은 영향이다.

정부는 2016년 3월 계좌개설 합리화 방안을 발표하며 지점에 방문하지 않고도 계좌를 개설할 수 있게 되었다. 이에 따라 온라인 전문 증권사인 키움증권의 수혜가 예상되었고 키움증권 주식 거래 M/S도 지속적으로 증가하며 수수료 수익도 전년대비 소폭 증가했다.

또한, 연초 홍콩H 지수 급락에 따라 대부분 증권사는 조기상환이익이 감소했는데 동사는 파생결합증권 발행잔액 M/S가 0.5%에 불구해 이에 따른 피해는 제한적이었다.

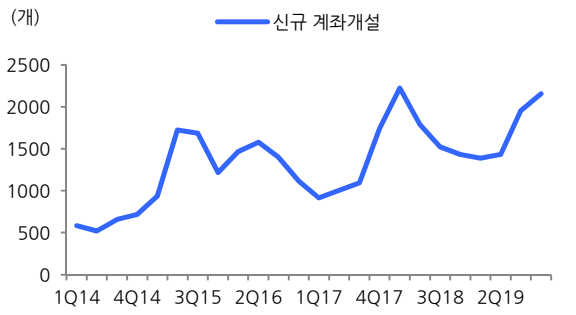
판관비도 타사대비 잘 관리되었는데 이는 점포가 없는 인터넷 증권사의 특성 때문이다. 2019년 기준 키움증권의 CIR은 48% 수준인 반면 커버리지 기업 합산 CIR은 53.6%에 달한다.

<그림40> 키움증권 주식 거래 M/S



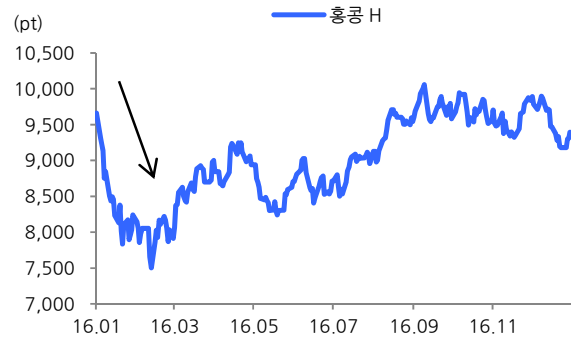
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림41> 키움증권 계좌 수 추이



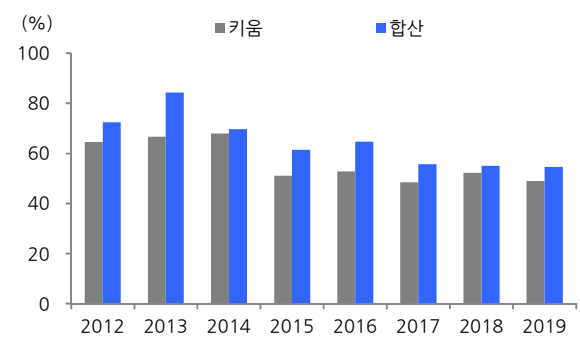
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림42> 홍콩 H 지수 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림43> 판관비율 추이



주: 합산은 커버리지 6개사 합산
자료: 회사자료, 현대차증권

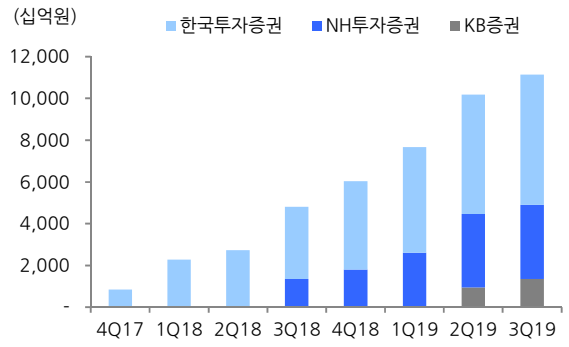
2017년 주도주: NH투자증권, 한국금융지주

발행어음 인가 기대감으로 인한 상승

2017년에는 NH투자증권과 한국금융지주의 주가 상승률이 두드러졌다. 코스피 지수는 21% 상승하는 가운데 NH투자증권은 44.0%, 한국금융지주는 64.7%상승했다. 이런 상승은 IB수익 증가와 발행어음 인가 기대감의 영향이다. 결과적으로는 2017년 중 발행어음 인가를 받은 증권사는 한국투자증권이 유일했지만 당시 유력하게 거론되던 증권사로는 NH투자증권도 포함되었다. 한국투자증권은 2017년 11월, NH투자증권은 2018년 5월 중 인가를 받게 되었다. 발행어음 발행으로 당시 약 150bps 수준의 이익이 발생했고 17년 중 한국투자증권이 8,500억원의 발행어음을 처음으로 발행하며 약 100억원 수준의 이익 증가로 이어졌다.

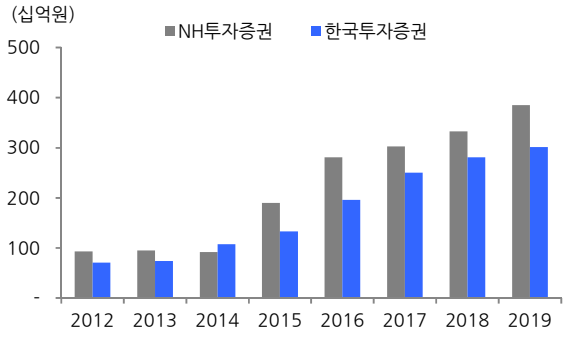
발행어음 기대감에 이어 호실적을 달성했는데 양사는 IB업무에 강점을 가지고 있기에 IB 수수료 수익이 NH투자증권, 한국투자증권 각각 7.9%, 27.8% 증가했다. 2017년은 코스피와 해외지수 상승률도 20%를 넘는 양호한 흐름을 보이며 트레이딩 및 상품 손익도 개선되었다.

〈그림44〉 발행어음 발행잔액 추이



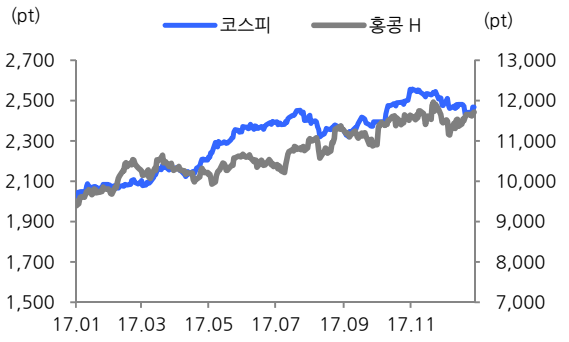
자료: 금융감독원, 현대차증권

〈그림45〉 IB 수수료 수익 추이



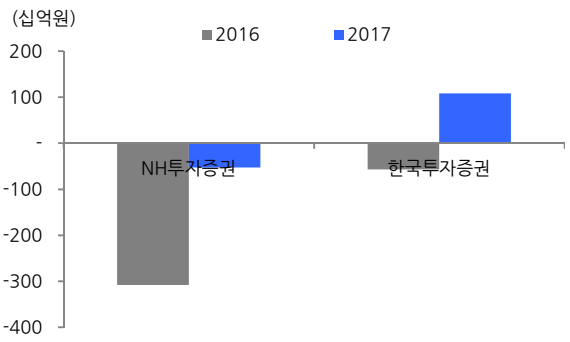
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림46〉 코스피와 홍콩H 지수



자료: Quantiwise, 현대차증권

〈그림47〉 트레이딩 및 상품 손익



자료: 회사자료, 현대차증권

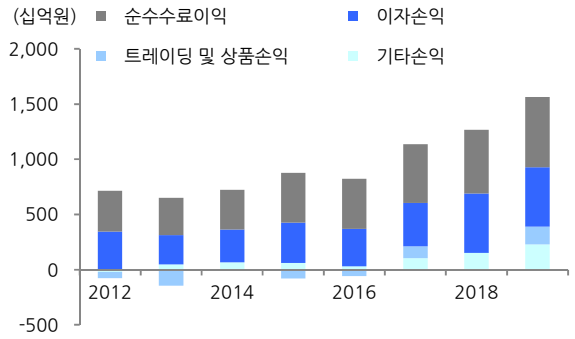
2019년 상반기 주도주: 한국금융지주

사업부별 고른 성장과 자회사 기여도 증가

2019년 상반기는 한국금융지주가 주도주였다. 매크로 환경은 S&P 500는 사상 최고치를 기록하고 홍콩 H 자수 등 해외지수는 상승세를 이어갔다. 국채 3년물 금리는 하락하며 채권 운용에 긍정적인 방향으로 흘러갔다.

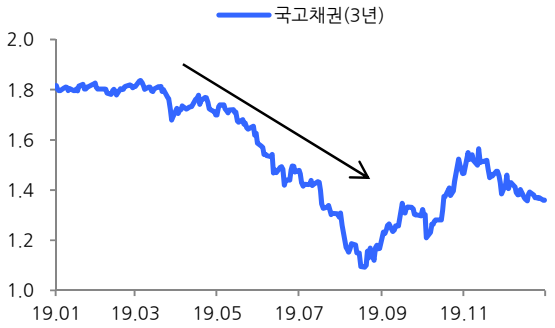
주가 상승의 주 요인은 WM, 이자손익, 트레이딩 손익 호조와 자회사 실적 개선의 영향이다. 상반기 중 우호적인 매크로 환경으로 인해 금융자산 평가/처분 손익이 전반기 대비 116% 증가하며 이익 수준이 한 단계 업그레이드되었다. 자회사 실적도 양호했는데 한국투자증권을 제외한 자회사 합산 순이익은 역대 최대 수준 실적이었던 2018년과 비슷한 수준을 시현했다. 카카오뱅크도 같은 인터넷 전문 은행인 K뱅크와 대조적으로 출범 3년만에 흑자전환하며 시장의 관심을 받았다.

<그림48> 순영업수익 추이



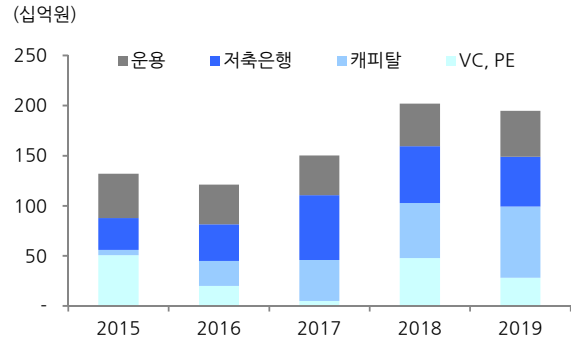
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림49> 채권 금리 추이



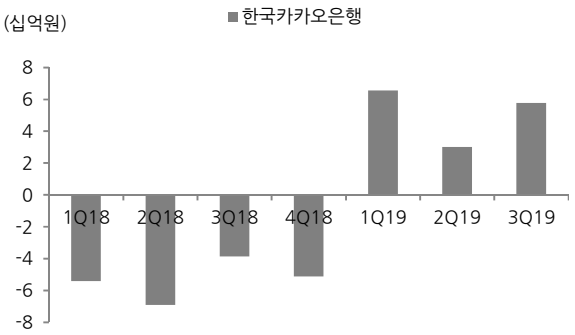
자료: Quantiwise, 현대차증권

<그림50> 자회사 실적



자료: 회사자료, 현대차증권

<그림51> 카카오뱅크 실적 추이



자료: 금융감독원, 현대차증권

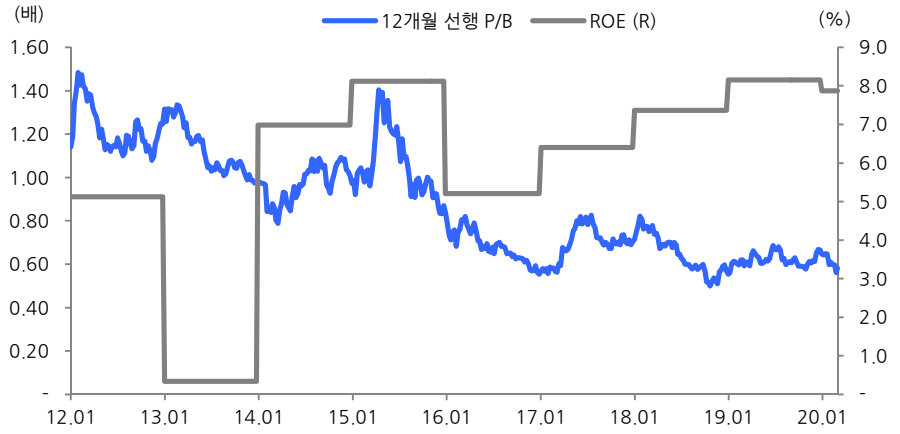
2. 결국, "규제 수혜+지속 가능 수익 성장"이 답

규제 수혜와 지속 가능 수익 비중의 증가하는 기업이 주도주

10년간의 주도주를 살펴보면 1) 규제 수혜를 받는 기업, 2) 지속가능 이익이 증가할 수 있는 기업으로 좁힐 수 있다. 사업구조 변화로 인해 자본을 활용하는 비즈니스의 비중이 증가하고 안정적인 IB 관련 수익이 증가하는 기업이 높은 Multiple을 받게 된다. 또한, 펀드, 부동산, 비대면 계좌 개설 허용 등 규제의 영향을 많이 받는 기업이 주도주가 되었다.

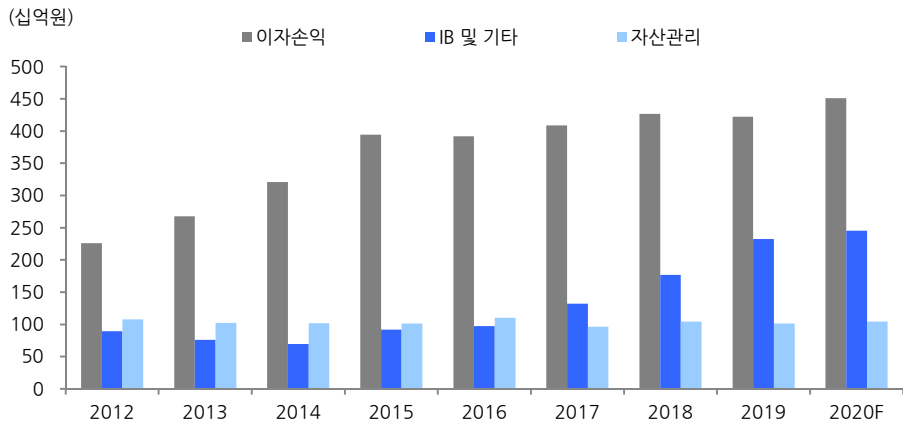
2020년 주도주는 삼성증권이 될 것으로 전망한다. 그 근거는 1) 구NCR 비율에 있어 타사 대비 여유가 있어 상대적인 수혜가 예상되고, 2) WM과 IB 관련 이자손익이 지속 증가할 것이기 때문이다.

〈그림52〉 삼성증권 P/B와 ROE 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

〈그림53〉 삼성증권 지속가능 수익 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

V. 소나기는 피하고 보자

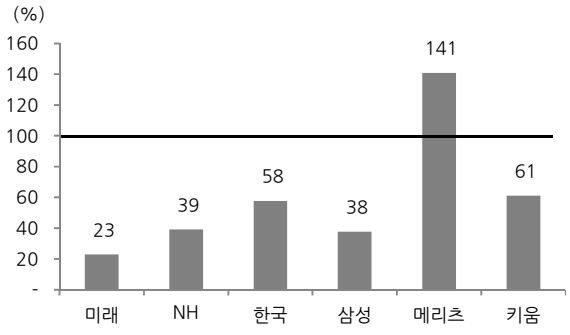
1. 부동산 PF 관련 불확실성

부동산PF 관련 불확실성 존재

증권업은 2012년부터 부동산PF 중심의 성장을 지속해왔다. 부동산PF 과정에서 신용공여와 유동성공여를 통해 이자수익을 수취해왔는데, 그 과정에서 위험액 인수를 줄이고 회전율 상승을 위해 셀다운을 통해 효율성을 높였다. 그 결과 수수료 손익 중 IB 수수료와 이자손익은 2012년부터 2019년 말까지 각각 402%, 107% 증가했다.

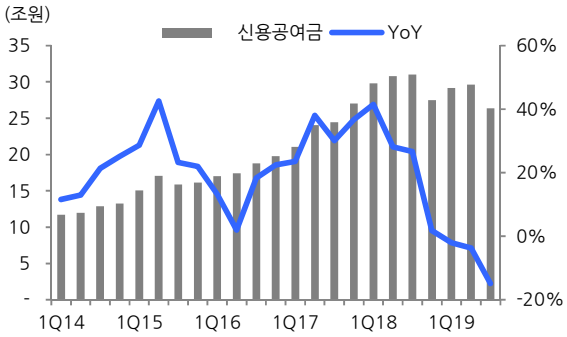
위험액 인수를 통한 성장은 수익구조에 있어 브로커리지 수익 중심에서 탈피해 지속가능한 수익위주로 재편되는 긍정적인 면도 있지만, 부동산PF 수익의 비중이 커지며 우려도 같이 증가했다. 이에 정부는 부동산 시장 안정화와 증권사 위험관리 차원에서 2019년 12월 부동산PF 규제를 발표하며 증권업 전체에 영향이 있었다. 당사의 추정에 의하면 메리츠종금증권을 제외한 타 증권사에의 영향은 제한적일 것으로 본다. 규제의 핵심 사항은 자본대비 부동산PF 비중이 100% 이하인 점과 종합금융투자사에 대한 부동산PF 신용위험액 특혜가 사라진다는 점인데, 규제 사항을 모두 반영 시 메리츠종금증권을 제외하고 NCR이 급격히 낮아지지는 않는다.

〈그림54〉 증권사별 자기자본 대비 부동산PF 잔액



자료: 금융감독원, 현대차증권 추정

〈그림55〉 증권업 신용공여 추이



자료: 금융감독원, 현대차증권

〈표5〉 증권사별 부동산PF 영향

	미래	NH	삼성	한국	메리츠	키움
자본 (조원)	9.1	5.4	5.0	4.9	4.0	2.3
부동산PF/자본 (%)						
2019.12	22.8	39.2	57.7	37.7	140.8	61.1
2020.07	11.4	19.6	28.9	18.8	70.4	30.6
2021.01	17.1	29.4	43.3	28.2	105.6	45.9
2021.07	22.8	39.2	57.7	37.7	140.8	61.1
예상 순영업수익 감소 (십억원)	영향 제한적	영향 제한적	영향 제한적	영향 제한적	48.4	영향 제한적

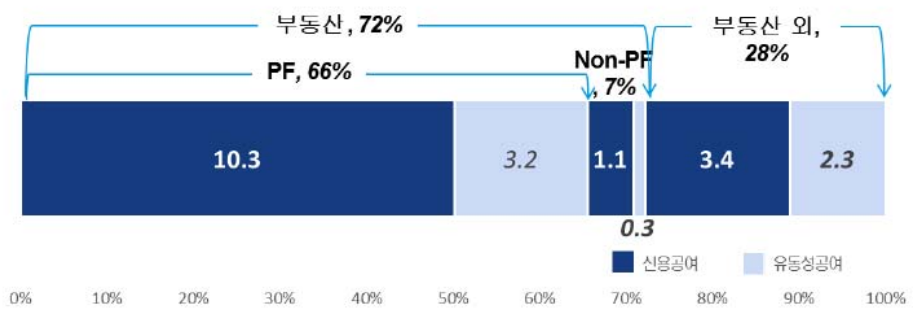
주: 수수료율 3% 가정
자료: 금융감독원, 현대차증권

〈표6〉 부동산PF 규제

	구분	현행	개편
부동산PF 채무보증 건전성 관리 강화	채무보증 취급한도 관리	별도 한도 규제 없음	자기자본 대비 부동산 채무보증 한도를 100%로 설정 *부동산 채무보증의 반영비율은 점진적으로 상향조정하여 규제 적응기간 부여 ->@값: ('20.7월~) 0.5 ('21.1월~) 0.75 ('21.7월~) 1.0
	자본규제 및 충당금 적립기준 조정	PF 채무보증에 대하여 PF 대출보다 낮은 규제자본 요구	증권사의 부동산 PF 채무보증에 대한 신용위험액 산정시 위험값을 12%에서 18%로 상향 조정
	유동성리스크 관리	채무보증을 포함하는 조정유동성비율 개념이 마련되어 있으나 경영실태평가 시 계량지표로서만 활용 중	조정유동성비율이 100% 미만으로 하락하는 증권사에 대한 리스크 관리 및 점검 강화
부동산PF 대출 관련 유인 제거	부동산PF 대출 확대 유인 제거	종금사 위주로 부동산 PF 대출 증가	1) 발행어음 운용제도 개선 발행어음 조달자금의 10%를 초과하는 부동산 관련 투자자산에 대해서는 레버리지 비율에 가산 2) 기업신용공여 제도 개선 기업신용공여 추가한도(자기자본의 100%->200%)의 취급대상(기업금융·중소기업대출)에서 부동산관련 대출은 제외 3) 부동산대출에 대한 신용위험 특례 폐지 부동산대출을 신용위험액 특례 대상에서 배제하고 일반 증권사와 동일하게 영업용순자본에서 전액 차감
	대손충당금 적립기준 합리화	업권별로 대손충당금 적립률에 일부 편차가 존재	1) 정상 자산에 대하여 '투자적격업체 지급보증시 적립률 하향 조정 규정을 삭제 2) 요주의 자산에 대하여 '관련자산이 아파트인 경우 적립률을 10%->7%로 인하, 하는 규정을 삭제
부동산PF 리스크 점검 및 모니터링 체계 구축	리스크관리 실태점검 체계 구축	별도 시스템 없음	금융위회사의 부동산PF 리스크관리 실태를 주기적으로 점검·논의
	스트레스테스트 실시	별도 분석틀 없음	위기 상황 하에서의 부동산PF 익스포져發 리스크 평가할 수 있는 스트레스테스트 체계 구축 및 시행
	부동산PF 공시 강화	별도 기준 없음	금융회사가 사업보고서 상에서 부동산PF 익스포져의 상세 현황, 리스크에 대한 자체평가를 공시하도록 유도
	종합 관리시스템 구축	종합 관리시스템 부재	부동산금융 익스포져 종합관리시스템 구축

자료: 금융감독원, 현대차증권

〈그림56〉 PF 구성을 고려한 우발채무 구성 분해



자료: 한국신용평가, 현대차증권

〈표7〉 부동산 PF 규제 반영 시 NCR 비율 변화

	(십억원, %)	미래	NH	삼성	한국	메리츠	키움
3Q19 기준	영업용순자본(A)	6,989	4,564	3,710	3,809	3,090	1,662
	순재산액	9,266	5,330	4,871	4,833	3,647	2,101
	차감항목계	3,294	867	1,194	1,150	1,257	459
	가산항목계	1,017	101	33	126	700	20
	총위험액(B)	4,259	3,152	2,021	2,624	1,990	939
	시장위험액	3,020	2,215	1,321	1,721	483	592
	신용위험액	990	719	462	705	1,358	250
	운영위험액	248	218	238	198	148	97
	영업용순자본비율	**164**	**145**	**184**	**145**	**155**	**177**
	잉여자본(C=A-B)	2,730	1,412	1,689	1,185	1,100	723
	필요유지자기자본(D)	134	131	130	134	135	131
	순자본비율(C/D×100)	**2,034**	**1,080**	**1,299**	**883**	**817**	**552**
	우발채무	2,968	3,038	2,621	4,156	8,085	1,972
	부동산PF/우발채무 (%)	40	40	60	50	70	50
	부동산PF	1,187	1,215	1,573	2,078	5,660	986
	대출금	1,740	2,566	426	1,738	4,210	0
	대출금(종금계정)	-	18	-	-	656	-
	대출금 중 PF 대출	348	517	170	521	1,460	0
	부동산PF 신용위험액	184	208	209	312	854	118
PF 우발채권 위험값 상향 반영	영업용순자본(A)	6,989	4,564	3,710	3,809	3,090	1,662
	총위험액(B)	4,351	3,256	2,125	2,780	2,417	998
	시장위험액	3,020	2,215	1,321	1,721	483	592
	신용위험액	1,082	823	567	861	1,785	309
	운영위험액	248	218	238	198	148	97
	영업용순자본비율	**161**	**140**	**175**	**137**	**128**	**167**
	필요유지자기자본(D)	134	131	130	134	135	131
	순자본비율(C/D×100)	**1,965**	**1,001**	**1,218**	**767**	**500**	**507**
PF대출 신용위험 특례 폐지 반영	영업용순자본(A)	6,641	4,047	3,539	3,288	1,630	1,662
	총위험액(B)	4,259	3,152	2,021	2,624	1,990	939
	영업용순자본비율	**156**	**128**	**175**	**125**	**82**	**177**
	필요유지자기자본(D)	134	131	130	134	135	131
	순자본비율(C/D×100)	**1,774**	**685**	**1,168**	**494**	**267**	**552**
위험값 상향 + 신용위험 특례 폐지	영업용순자본(A)	6,641	4,047	3,539	3,288	1,630	1,662
	총위험액(B)	4,351	3,256	2,125	2,780	2,417	998
	영업용순자본비율	**153**	**124**	**167**	**118**	**67**	**167**
	필요유지자기자본(D)	134	131	130	134	135	131
	순자본비율(C/D×100)	**1,706**	**605**	**1,087**	**378**	**584**	**507**

자료: 금융감독원, 현대차증권

2. 사모펀드 제도개선 규제

지난 2월 14일 금융위원회는 '사모펀드 현황 평가 및 제도개선 방향'이라는 규제안을 발표했다. 주 내용으로는 1) 시장규율을 통한 위험관리 강화, 2) 투자자보호 취약구조에 대한 보완, 3) 금융당국 감독검사를 강화한다는 내용으로 라임펀드와 DLF 불완전판매 사태가 이어지며 나온 규제 사항이다. 당사는 커버리지 기업의 해당 운용사 익스포져가 크지 않아 손실규모는 미미할 것으로 예상하나 비교적 규제에 있어 자율성이 존재하던 사모펀드 시장에 단기적으로 부담이 될 것으로 전망한다. 다만, 사모펀드의 성격상 모험자본 공급 등 본연의 순기능이 훼손되지 않는 범위 내에서 핀셋 규제가 이뤄질 것으로 예상한다.

〈표8〉 전문투자형 사모펀드(헤지펀드) 제도 개선방향 주요 내용

	시장참여자	개선방향
시장규율을 통한 위험관리 강화	운용사	- 위험 식별·관리를 위한 내부통제 강화 - 자전거래시 거래되는 자산의 가치를 운용사 임의로 평가하지 않도록 하여 펀드간 부실전이 방지 - 금융사고 발생시 손해배상책임 능력 확충
	판매사	- 판매 이후에도 사모펀드가 규약·투자설명자료 등에 부합하게 운용되는지 점검할 책임 부여
	수탁기관, PBS 증권사	- 운용사 위법·부당행위에 대한 감시기능 부여(수탁기관·PBS) - 레버리지 제공에 따른 관리책임 강화(PBS)
	투자자	- 자기책임 원칙에 따라 투자할 수 있도록 정보제공 강화
	취약구조	**개선방향**
투자자보호 취약구조에 대한 보완	상환·환매를 제약하는 만기 미스매치 구조	- 비유동성 자산 투자비중이 높은 경우 개방형 펀드 설정 관련 규제 도입 - 유동성 리스크 관련 투자자 정보제공 및 감독 당국 모니터링 강화
	복잡한 복층·순환 투자구조	- 자사펀드간 상호 순환투자 금리 - 복층 투자구조(모·자·손 구조 등)에 대한 투자자 정보제공 및 감독당국 모니터링 강화 - 복층구조내 만기 미스매치 관련 유동성 규제 도입
	TRS 계약을 통한 레버리지 확대	- 레버리지 목적 TRS 계약의 거래상대방을 PBS로 제한 - TRS 계약에 따른 레버리지를 사모펀드 레버리지 한도(펀드자산의 400%)에 명확히 반영 - TRS 거래상대방인 증권사 일방의 임의적 조기계약 종료시 발생할 수 있는 투자자 피해 방지방안 강구 - 차입 운용에 대한 투자자 보호 강화
금융당국 감독·검사 강화	- 적시에 충분한 현황파악이 가능하도록 감독당국 보고의무 강화 - 자본금 유지요건(7억원) 미달 등 부실 운용사를 Fast-track으로 적극 퇴출 - 금융투자협회의 자율규제(SRO) 기능 강화	

자료: 금융감독원, 현대차증권

〈표9〉 환매연기 母펀드 및 子펀드 현황 (단위: 개, 억원)

子펀드			母펀드		
펀드명	펀드수	금액	펀드명	금액	주요 투자자산
TOP2 밸런스 6M 35호 등	110	10,091	플루토 FI D-1호	9,391	국내 사모사채
새턴 10호 등	21	3,207	테티스 2호	2,963	국내 메자닌
무역금융 밸런스 6M 5호 등	38	2,438	플루토 TF-1호	2,408	P-note(약속어음)
Credit Insured 1Y 1호 등	16	2,949	Credit Insured 1호	2,464	해외 무역채권
합계	173	16,679	합계	17,226	

주: 2019년 12월 말 기준
자료: 금융감독원, 현대차증권

증권사 별로 영향은 차별적

당사의 사모펀드 규제 영향 시나리오 분석에 따르면 기업별로 미치는 영향은 크게 차이가 있지 않는 것으로 판단한다. 미래에셋대우와 NH투자증권, 한국금융지주의 경우 사모펀드 판매설정규모가 타사 대비 비교적 큰 편이다. 다만, 한국금융지주의 경우 손익 항목 중 이자손익과 트레이딩 손익의 비중이 커 펀드판매수수료가 감소하더라도 손익 영향은 크지 않을 것이다. 사모펀드 시장은 지속 성장하고 있지만 이번 규제로 인해 시장 규모가 30% 축소된다고 가정했을 때 각 회사별로 손익에 영향을 미치는 정도는 1~2% 수준으로 미미하다.

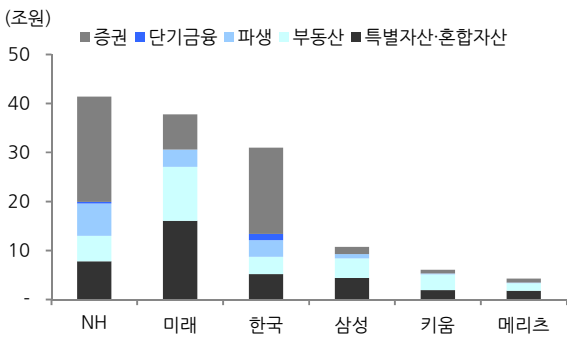
결론적으로, 단기적인 관점에서 사모펀드 시장의 축소로 이어질 수는 있으나 큰 흐름은 공모에서 사모 시장으로의 자금이전이 지속적으로 발생할 것이다. 이는 공모 펀드의 규제와 저금리 상황 속에서 추가 수익을 추구하는 투자자의 성향이 반영된 것으로 시장의 신뢰가 회복되면 다시 성장할 것으로 예상한다.

〈표10〉 사모펀드 규제 영향 시나리오 분석 (단위: 개, 십억원)

		미래	NH	한국	삼성	메리츠	키움
사모펀드 설정규모		37,767	41,410	30,962	10,792	4,336	6,121
전체 펀드 수수료		80	44	87	59	7	4
설정 규모 변화	10% 감소	4	2	4	3	0	0
	20% 감소	8	4	9	6	1	0
	30% 감소	12	7	13	9	1	1
2019년 지배주주 순이익		659	476	860	392	555	363
순이익 감소 영향	10% 감소	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.8%	-0.1%	0.0%
	20% 감소	-1.2%	-0.9%	-1.0%	-1.5%	-0.1%	-0.1%
	30% 감소	-1.8%	-1.4%	-1.5%	-2.3%	-0.2%	-0.1%

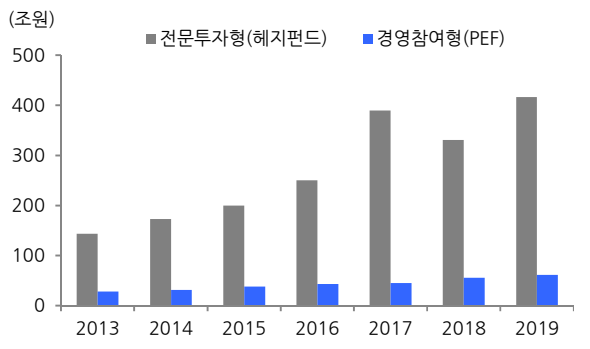
주: 사모펀드 판매 수수료율 1% 가정, 2019년 12월 말 기준
자료: 금융감독원, 현대차증권

〈그림57〉 증권사별 사모펀드 판매 잔고



자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림58〉 사모펀드 시장규모



자료: 금융감독원, 현대차증권

VI. 2020F 전망 및 사업부문 점검

1. 2020년 순이익 소폭 감익 전망

기저 효과의 영향

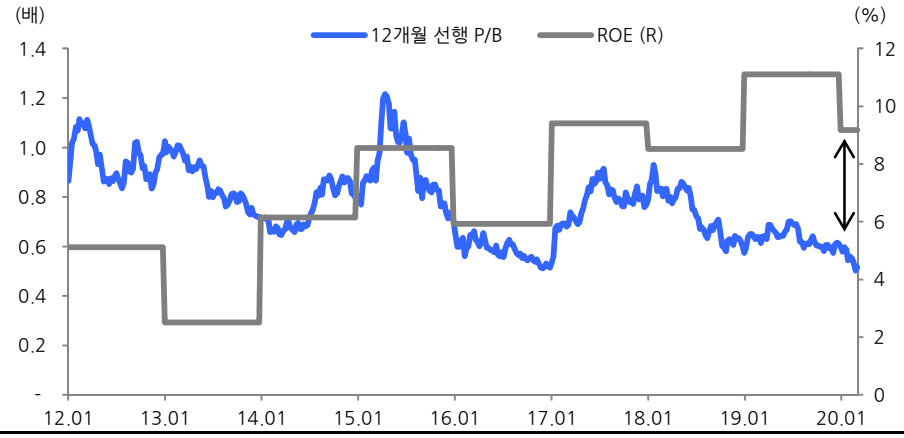
2020F 커버리지 6개 증권사의 합산 순이익은 2.9조원 수준으로, 2019년 대비 소폭 감익을 전망한다. 부동산 PF와 같은 규제 영향은 제한적일 것이나, 그 동안의 성장으로 구 NCR 비율에 있어 여력이 많지 않아 개별 증권사 별로 투자안을 관리하고 셀다운이 증가할 것으로 예상된다. 또한, 작년 트레이딩 손익 호조의 기저효과로 소폭 감익을 예상하지만 2020F ROE 수준에서 본다면 현재 주가는 다소 괴리가 있다고 판단한다.

이자이익의 성장폭은 다소 둔화되겠지만 2020년에도 견조한 수준을 유지할 것으로 전망한다. 시장이 우려하는 부동산 PF 규제로 인한 영향은 메리츠종금증권을 제외하고는 크지 않다.

또한, 현재와 같은 저금리 상황은 주식시장으로의 대기자금 증가에 유리한 환경이고, 코스피 12M Forward EPS가 바닥을 다지고 올라오는 국면에서 시장거래대금과 지수도 양호한 수준으로 전망한다. 위탁매매수수료는 전년대비 소폭 증가하는 수준이고, 대형 IB딜 증가로 IB관련 수수료가 증가할 것이다.

트레이딩 손익은 올해 많아야 한 차례의 금리인하가 예상되어 전년대비로는 54% 감소할 것으로 전망한다.

<그림59> 커버리지 기업 합산 ROE와 P/B 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

<표11> 2020F 예상 IPO 딜

구분	예상 주요 딜
대형 IPO	SK바이오팜, 롯데호텔, 현대카드, 태광실업, CJ헬스케어, 카카오페이지
기타 IPO	카카오게임즈, 호반건설, SK매직, 서남, 엔에프씨, 레몬, 켄코아에어로스페이스 등

자료: 언론보도, 현대차증권

〈표12〉 별도 실적 전망표 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2019	2020F	2021F
순영업이익	2,020	1,995	1,641	1,712	1,885	7,368	6,924	7,155
순수수료이익	794	839	763	864	813	3,260	3,434	3,550
수수료수익	956	1,041	931	1,047	996	3,975	4,200	4,347
위탁매매	359	364	342	362	349	1,427	1,440	1,488
자산관리	123	129	129	119	126	500	514	527
IB 및 기타	474	548	461	566	520	2,049	2,246	2,332
수수료비용	162	202	168	183	183	715	766	796
이자손익	678	671	655	655	579	2,659	2,344	2,491
트레이딩 및 상품손익	210	64	50	-16	164	308	124	82
기타손익	338	421	135	216	329	1,148	1,022	1,031
판매비와 관리비	968	980	879	982	941	3,811	3,669	3,790
영업이익	1,051	1,015	762	729	944	3,557	3,254	3,365
영업외수익	49	45	50	117	34	262	160	161
영업외비용	17	22	19	31	14	89	110	110
세전이	1,084	1,038	793	815	963	3,729	3,305	3,416
법인세비용	271	264	196	232	265	963	909	939
당기순이익	813	774	597	583	698	2,767	2,396	2,477

자료: 회사자료, 현대차증권

〈표13〉 연결 실적 전망표 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2019	2020F	2021F
순영업수익	2,360	2,245	1,776	2,098	2,110	8,480	8,218	8,689
순수수료이익	819	892	822	924	864	3,457	3,670	3,823
이자손익	931	961	795	844	789	3,531	3,280	3,540
트레이딩 및 상품손익	353	115	-66	122	228	524	343	320
기타손익	257	278	225	208	230	967	924	1,006
판매비와 관리비	1,154	1,193	987	1,212	1,055	4,546	4,366	4,603
영업이익	1,206	1,052	789	887	1,055	3,934	3,851	4,086
영업외수익	201	135	101	241	119	678	471	469
영업외비용	34	41	43	105	32	224	217	213
세전이익	1,373	1,146	847	1,023	1,142	4,389	4,105	4,342
법인세비용	355	315	232	265	314	1,166	1,129	1,194
연결당기순이익	1,018	831	703	758	828	3,310	2,976	3,148
지배주주순이익	1,013	832	701	749	822	3,295	2,949	3,119
비지배주주순이익	6	-1	1	9	6	15	27	29

자료: 회사자료, 현대차증권

〈표14〉 1Q20F preview

(십억원, %, pt)	미래	NH	한국	삼성	메리츠	키움	평균
순영업수익	413	371	390	359	210	142	314
순수수료이익	189	177	133	123	106	85	136
수수료수익	229	216	159	152	116	125	166
위탁매매	83	68	47	70	14	67	58
자산관리	42	20	33	26	3	2	21
IB 및 기타	104	127	80	55	99	55	87
수수료비용	40	39	26	29	10	39	30
순이자손익	106	138	113	107	74	40	97
트레이딩 및 상품손익	42	13	31	85	2	-10	27
기타손익	76	43	112	43	29	26	55
판매비와 관리비	325	182	131	185	81	36	157
영업이익	87	189	259	174	129	106	157
영업외수익	1	1	1	1	14	15	6
영업외비용	3	9	1	0	0	1	2
세전이익	86	181	259	175	143	120	160
법인세비용	24	50	71	48	39	33	44
당기순이익	62	131	188	-13	103	87	93
연결당기순이익	100	142	236	133	106	111	138
지배당기순이익	98	142	232	133	106	111	137
비지배당기순이익	2	0	4	0	0	1	1
%YoY							
순영업수익	7.8	-9.1	-15.9	23.0	-15.6	-36.9	-6.7
순수수료이익	-0.5	2.5	-1.7	0.5	4.9	17.4	2.4
수수료수익	-1.7	5.9	-3.5	1.0	4.9	31.9	4.1
위탁매매	-6.0	-0.4	-24.3	-1.7	-15.6	26.9	-2.8
자산관리	0.6	3.2	7.9	-0.3	-9.8	18.1	2.6
IB 및 기타	1.1	10.2	9.3	5.3	9.1	39.2	9.8
수수료비용	-6.9	24.4	-12.1	3.3	5.1	80.7	12.4
순이자손익	-11.0	-7.8	-19.2	7.2	-38.7	-16.4	-14.6
트레이딩 및 상품손익	N/A	N/A	N/A	N/A	-116.0	N/A	N/A
기타손익	1.0	-	-	-	-25.7	2.0	-2.6
판매비와 관리비	7.8	-9.1	-15.9	23.0	-15.6	-43.2	-2.8
영업이익	7.8	-9.1	-15.9	23.0	-15.6	-34.4	-10.3
영업외수익	-96.0	-	-	-	-	1.0	-31.7
영업외비용	-48.2	-1.0	-	-	-	1.0	-15.0
세전이익	-7.5	-9.4	-15.9	22.9	-14.3	-31.5	-11.2
법인세비용	-5.9	-6.0	-1.0	47.9	-16.9	-20.2	-2.3
당기순이익	-8.1	-10.6	-20.4	-	-13.3	-35.0	-19.1
연결당기순이익	-40.4	-17.5	-9.7	13.1	-24.9	-29.8	-18.7
지배당기순이익	-41.3	-17.3	-10.0	13.1	-24.9	-29.8	-18.9
비지배당기순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

주: 순영업수익 기여도는 증권 별도 기준
자료: 현대차증권

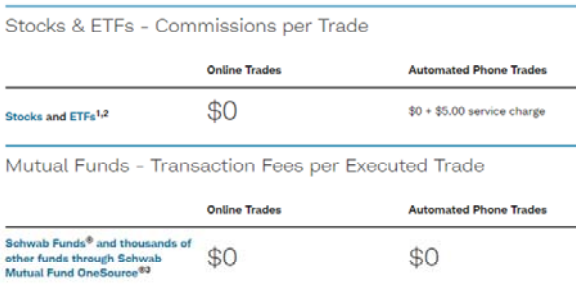
2. 사업부문별 현황 및 전망

수수료 수익 중 자산관리와 IB관련 수익의 비중 증가

수수료 수익의 성장세는 낮으나 그 규모는 지속적으로 증가하고 있으며, 그 중에서도 자산관리와 IB 및 기타 수수료의 비중이 커지고 있다. 이는 위탁매매 수수료율의 하락으로 인해 브로커리지 수익의 비중이 감소했기 때문이다. 수수료수익 증가는 위탁수수료가 안정적인 한편 IB 수수료의 증가에 기인한다.

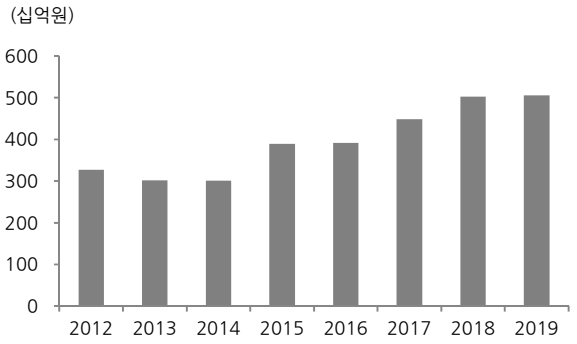
지난 2019년 9월 미국의 선도 리테일 증권사 Charles Schwab은 기존 건당 $4.95에 달했던 온라인 주식, ETF 및 옵션 거래수수료를 전면 폐쇄했다. 수수료 폐지의 요인으로는 스타트업인 Robinhood의 무료 주식거래 서비스의 인기가 결정적이 역할을 했다. Robinhood는 온라인 증권사를 넘어 모바일 핀테크 주식거래 서비스를 제공하는데, 거래 수수료 무료를 앞세워 밀레니얼 세대에게 모바일 기반의 서비스를 제공하며 선풍적인 인기를 끌었다. 이에 대한 작용으로 온라인 증권사들이 거래 수수료 폐지로 대응한 것이다. 이렇듯 브로커리지 수수료율의 하락은 이미 대세적인 상황이 되었고 국내 증권사들이 무료 수수료 이벤트를 하는 것도 모바일 앱을 플랫폼화 시켜 자산관리, 파생결합증권 판매 수수료 등과 같은 리테일 수익을 추구하는 전략으로 볼 수 있다.

〈그림60〉 미국 온라인 증권사 수수료율



자료: Charles Schwab, 현대차증권

〈그림61〉 자산관리 관련 수수료 수익 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

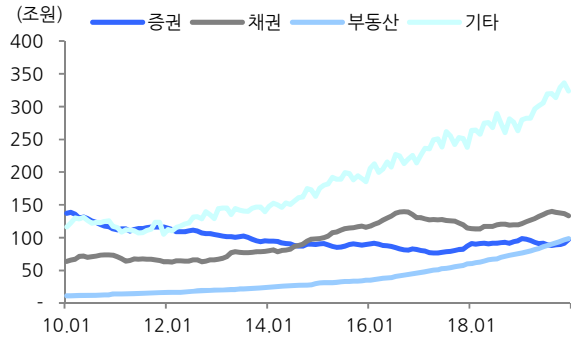
〈표15〉 일평균거래대금 추정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
KOSPI 지수 (pt)	2,155	2,138	2,063	2,198	2,133	2,173	2,233	2,272
KOSDAQ 지수 (pt)	721	730	622	670	743	766	790	810
시가총액 (십억원)								
코스피	1,377,239	1,373,085	1,331,349	1,422,514	1,380,746	1,406,825	1,445,357	1,470,393
코스닥	244,937	249,529	218,383	241,241	267,549	275,699	284,407	291,621
일평균거래대금 (십억원)								
코스피	5,377	5,141	4,985	5,327	5,170	5,268	5,412	5,506
코스닥	4,054	4,292	3,757	4,150	4,602	4,742	4,892	5,016
거래대금 (십억원)								
코스피	317,231	318,771	309,081	310,226	308,765	314,387	322,996	323,208
코스닥	239,181	266,122	232,905	285,938	283,327	291,470	300,433	296,307

자료: 현대차증권

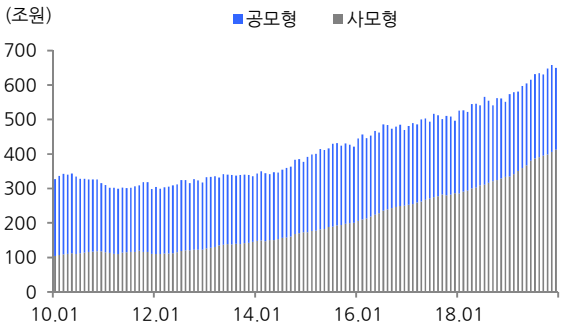
펀드 펀드 관련 수수료의 규모와 수수료 수익에서의 비중은 지속적으로 증가하고 있다. 펀드 유형별 잔고는 혼합자산과 특별자산으로 구성된 기타 유형의 펀드 잔고가 급격히 증가하고 있다. 이는 저금리 지속과 전통 자산과 상관관계가 적은 대체투자자산의 증가에 기인한다. 2019년은 처음으로 부동산형 공모 펀드 설정액이 주식형 펀드 설정액을 추월한 해로 아직 초기 단계인 국내 부동산 펀드 잔액의 지속적인 성장을 전망한다.

<그림62> 펀드 상품 유형별 잔고 추이



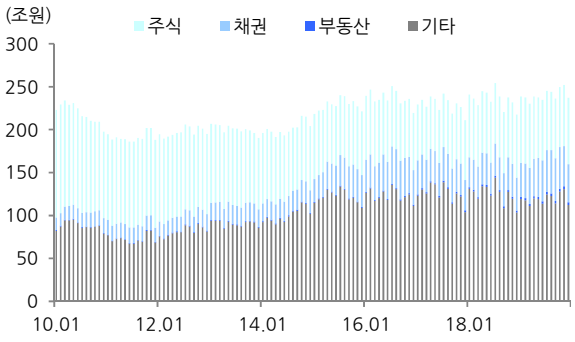
자료: 금융투자협회, 현대차증권

<그림63> 펀드 발행 유형별 잔고 추이



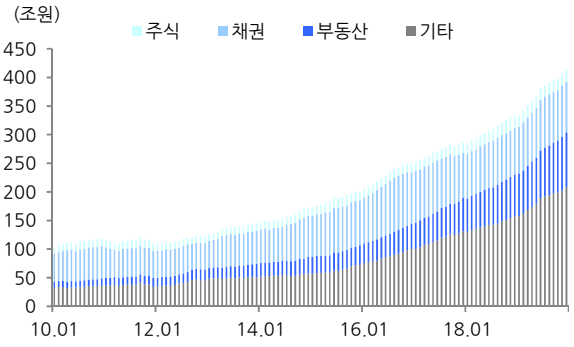
자료: 금융투자협회, 현대차증권

<그림64> 공모 펀드 잔고 추이



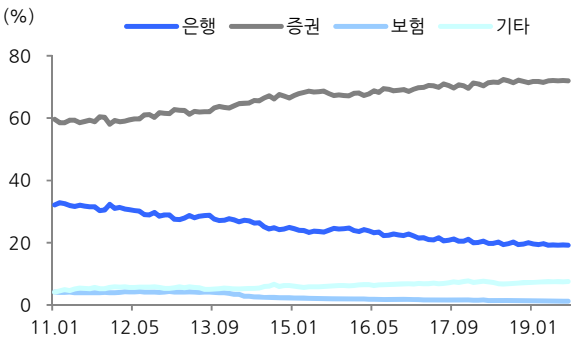
자료: 금융투자협회, 현대차증권

<그림65> 사모 펀드 잔고 추이



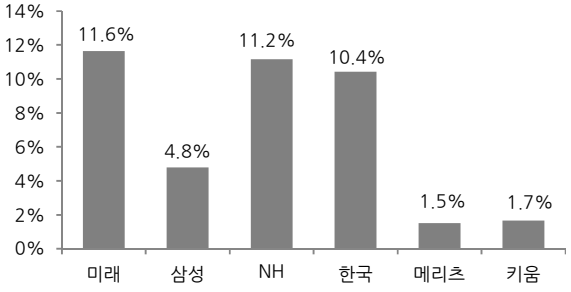
자료: 금융투자협회, 현대차증권

<그림66> 채널별 펀드 판매 M/S 추이



자료: 금융투자협회, 현대차증권

<그림67> 증권사별 펀드 판매 M/S



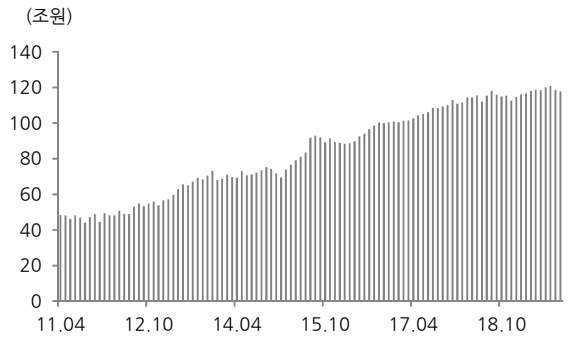
주: 19년 12월 기준
자료: 금융감독원, 현대차증권

랩어카운트, 신탁

랩어카운트 일임형 잔고는 2019년 말 120조를 넘어서며 지속적인 성장을 하고 있다. 랩어카운트는 펀드에 비해 비교적 수수료율이 높고 fee based여서 수익의 지속성 면에서 commission based 수익보다 지속성이 높다. 2011년말부터 2019년말까지 총 잔고 기준으로 연평균 13%의 성장률을 보이고 있다. 반면 자문형 랩어카운트는 2011년에 비해 약 7조원 가량 감소했다. 이는 차화정 위주의 투자 포트폴리오로 투자하던 고객들이 주가하락을 겪으며 자금이탈로 이어졌기 때문이다. 2010년 소수 대형주 위주의 공격적인 포트폴리오를 제안하던 투자자문사는 잠시 호황을 누렸으나 주가하락으로 자문형 랩 잔고는 지속적으로 줄어들었다.

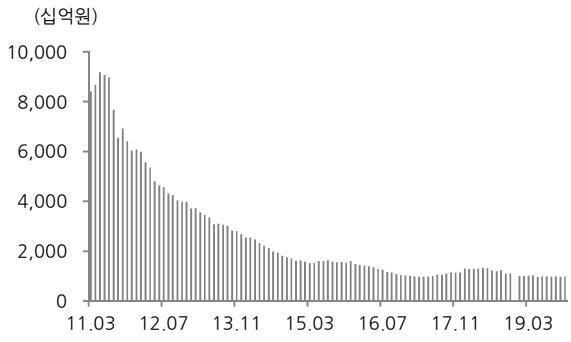
신탁 잔고 또한 지속적으로 증가하며 2011년 말부터 2019년 말까지 연평균 11%씩 증가하며 자산관리 수익 성장에 기여하고 있다.

<그림68> 랩어카운트 잔고 추이



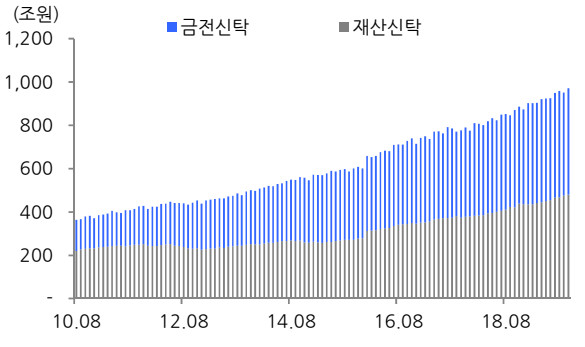
자료: 금융투자협회, 현대차증권

<그림69> 랩어카운트 자문형 잔고 추이



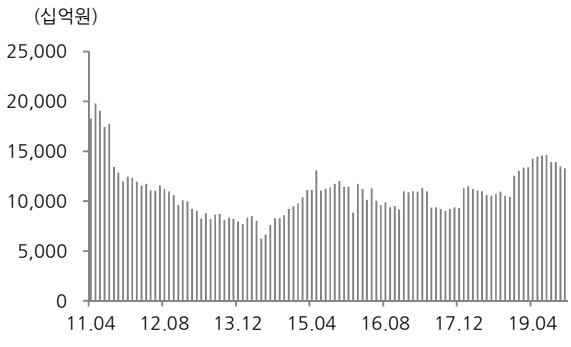
자료: 금융투자협회, 현대차증권

<그림70> 신탁 잔고 추이



자료: 금융투자협회, 현대차증권

<그림71> 투자자문 계약자산 추이

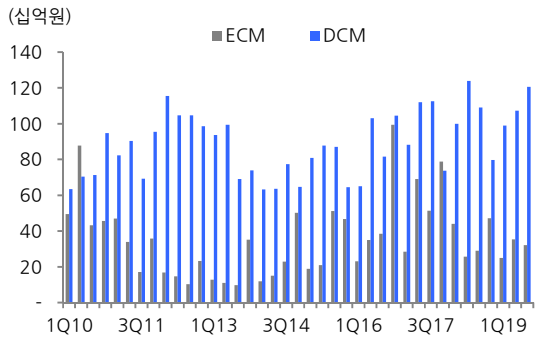


자료: 금융투자협회, 현대차증권

IB수수료 수익

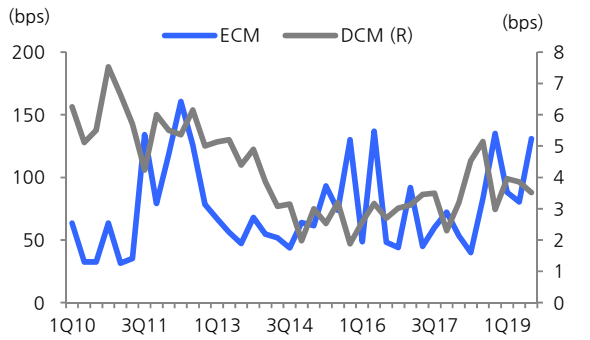
IB수수료 수익은 자본증가로 인해 지속 상승해왔다. IB 수수료 수익은 크게 1) 인수 및 주선수수료, 2) 자문수수료, 3) 기타수수료로 구성된다. 증권사들의 인수 및 주선수수료는 안정적인 모습을 보이고 자문수수료와 기타수수료 위주의 성장을 지속해왔다. 올해는 특히나 부동산PF 관련 규제 영향과 예상되는 대형 딜로 인해 전통적IB 수익이 증가할 것으로 전망한다. 다만 중장기적으로 수수료율은 경쟁심화로 낮아지는 추세에 있어 성장률은 둔화될 것이다.

〈그림72〉 인수 및 주관사 수수료



자료: 금융감독원, 현대차증권

〈그림73〉 인수 및 주선수수료율 추이



자료: 금융감독원, 현대차증권

〈표16〉 2019년 주요 IPO 딜

(단위: 원, 백만원)

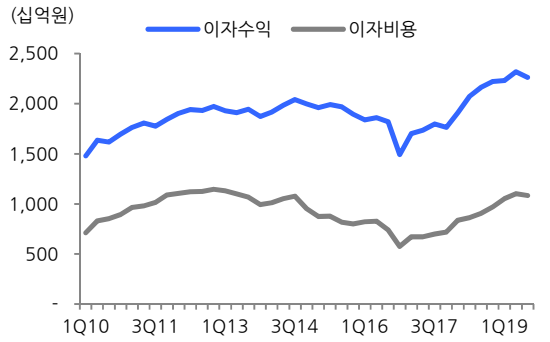
상장일	종목명	공모가	발행금액	주관사
2019-11-13	한화시스템	12,250	402,552	씨티그룹, NH, 한국투자
2019-03-05	에코프로비엠	48,000	172,800	대신
2019-05-07	SNK	40,400	169,680	NH, 미래
2019-10-30	지누스	70,000	169,169	NH
2019-03-28	현대오토에버	48,000	168,480	NH
2019-11-07	아이티엠반도체	26,000	131,300	KB
2019-03-27	지노믹트리	27,000	108,000	키움
2019-02-11	천보	40,000	100,000	하나
2019-07-04	펌텍코리아	190,000	97,280	한국
2019-07-01	에이에프더블류	22,500	88,236	NH
2019-07-12	세틀뱅크	55,000	79,585	신한, 한국
2019-08-02	덕산테코피아	19,000	77,175	NH
	기타		1,445,858	

자료: 인포맥스, 현대차증권

이자손익

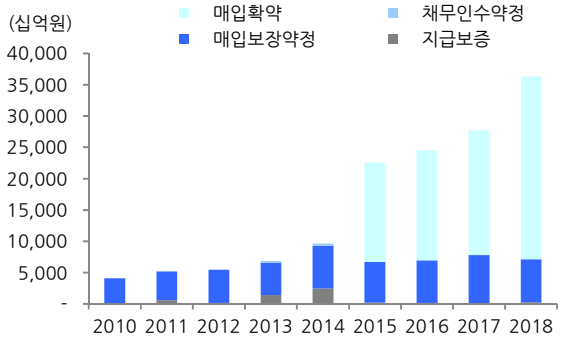
이자손익은 가장 안정적이면서도 지속적으로 성장하는 손익 항목으로 자리잡았다. 이는 과거 IB 중개 위주의 영업에서 이제는 기업금융 업무와 부동산PF 업무도 함께 진행하는 자금공급자 역할 도 하기 때문이다. 이자수익과 비용은 금리와 같은 방향으로 동행하는데 이자손익 spread 추이는 2013년부터 변화하기 시작했다. 이자손익 spread가 벌어지며 이자손익이 증가했는데 이는 자본확대에 따른 유가증권과 대출채권 자산 증가에 기인한다. 2013년부터 지급보증 잔액이 증가하며 이자손익을 견인했다. 그 후로 매입확약이 급격히 증가하며 이자손익 성장은 본격화되었다. 채무보증 잔액은 2019년 3분기 기준 41조원에 이르렀고 2020F에는 정부의 부동산PF 규제로 감소할 것으로 전망한다. 당분간 증권사들이 부동산PF 관련 우발채무 규모를 관리하거나 셀다운 물량 증가로 대응할 것이다. 다만 부동산PF 규제에도 불구하고 이자손익은 지속적으로 증가할 것으로 보는데 그 이유는 1) 정부의 규제로 인해 자금이 기업금융 부문으로 흘러 들어갈 것이고 2) 종합금융투자사 중심의 발행어음으로 부동산PF의 성장세 둔화를 보완할 것으로 보기 때문이다.

<그림74> 이자수익과 비용 추이



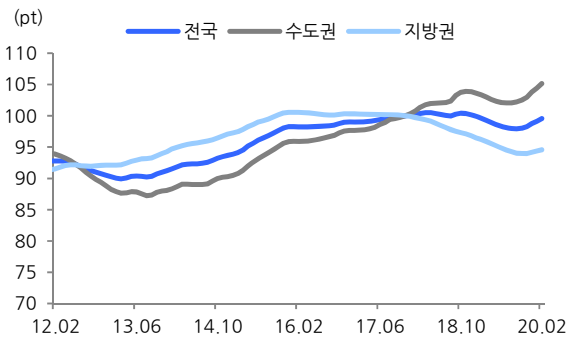
자료: 금융투자협회, 현대차증권

<그림75> 대출채권 추이



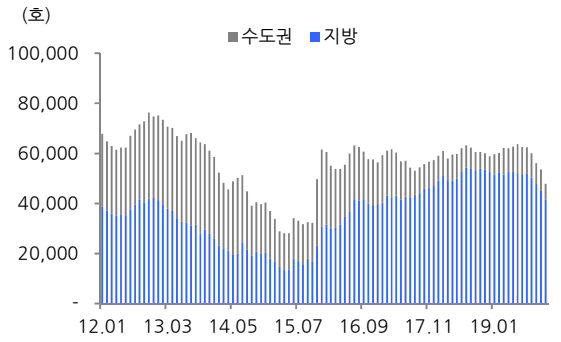
자료: 금융감독원, 현대차증권

<그림76> 아파트 매매가 지수 추이



자료: 한국감정원, 현대차증권

<그림77> 미분양 주택 추이

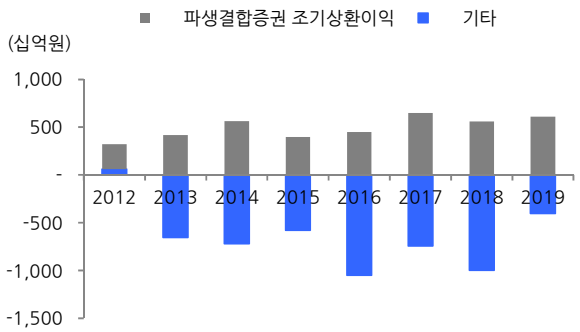


자료: 한국감정원, 현대차증권

트레이딩 및 상품운용

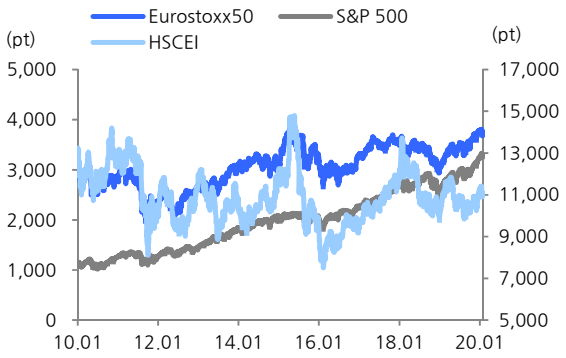
트레이딩 및 상품손익은 1) 조기상환이익과 2) 기타이익으로 구분된다. 기타 이익은 또 상환손실과 파생상품 거래손익, 기타손익으로 구성된다. 이익의 성격은 시장 상황이나 금리에 따라 변동성이 크다는 인식이 있지만 사실 대부분의 손익은 파생상품 헤지로 인해 상쇄된다. 2015년과 2016년 대형사 중심 트레이딩 손실이 컸지만 파생상품으로 인한 헤지손익으로 대부분 희석되었다. 키움증권의 경우 파생결합증권 발행잔액 비중이 2019년 말 기준 3.5% 수준으로 크지 않고 대부분의 트레이딩 및 상품 손익이 PI손익으로 구성되어 있어 타사와 손익의 성격이 다르다.

<그림78> 트레이딩 및 상품손익 추이



주: 키움증권 제외 커버리지 5개사 합산
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림79> 홍콩H, Eurostoxx 50, S&P 500 지수 추이



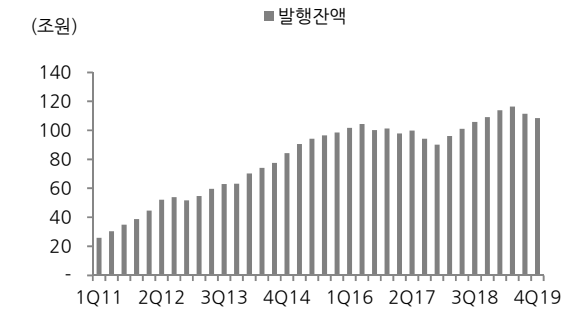
자료: Quantiwise, 현대차증권

트레이딩 및 상품운용

2003년 최초의 공모 ELS가 출시된 이후 파생결합상품은 간접투자상품을 대표하며 가파르게 성장했다. 2010년 말 파생결합상품 발행잔액은 26조원에 불과했으나 2019년 말 기준 약 108조원으로, 연평균 17%의 성장세를 기록했다. 동 기간 공모형 주식형 펀드 잔액이 10년 말 기준 100조원에서 2019년 말 77조원으로 연평균 2.9% 감소한 것과 대조된다.

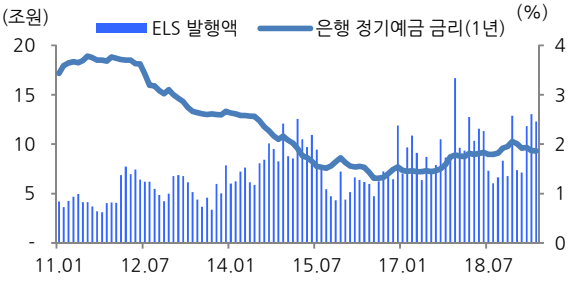
저금리, 저성장 기조가 지속되면서 파생결합상품 중에서도 특히 ELS, DLS 시장은 단기간 가파르게 성장해왔다. ELS, DLS는 예금보다 기대수익률이 높으면서 실질 만기(6개월 내 조기상환 확률 약 70%)가 짧아 재투자에 용이하기 때문이다.

<그림80> 파생결합증권 발행잔액 추이



자료: 금융투자협회, 현대차증권

<그림81> ELS 발행량과 은행 정기예금 금리 추이

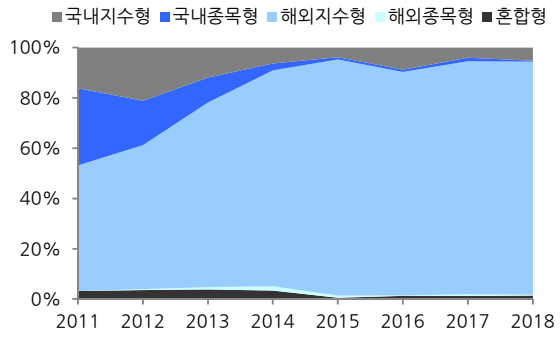


자료: 한국은행, KSD, 현대차증권

트레이딩 및 상품운용

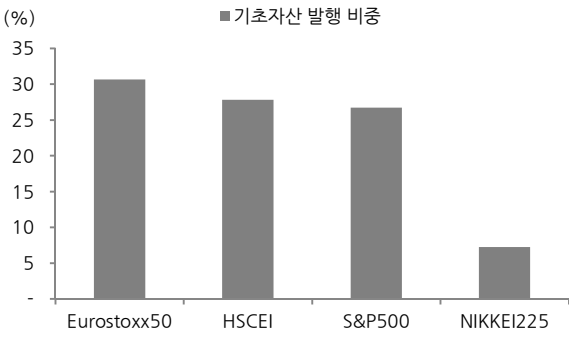
기초지수별 발행 비중을 살펴보면 ELS는 해외지수형 비중이 제일 많다. 과거에는 국내 지수형과 주식형의 비중이 컸지만, 박스권을 형성했던 국내 지수의 영향으로 국내지수와 국내 주식을 기초지수로 하는 상품의 발행은 크게 감소하게 되었다. 또한, 기초지수 개수도 증가하였다. 기초지수가 3개인 3스타 상품이 주를 이루고 최근에는 기초지수가 4개인 4스타 상품도 출시되고 있다. 이는 금리하락에 따라 증권사가 헤지운용 부문에서 수익을 내기 어려워졌기 때문에 여러 기초자산을 통해 헤지이익을 내려는 영향이 작용했다고 판단된다.

〈그림82〉 기초자산 유형별 비중



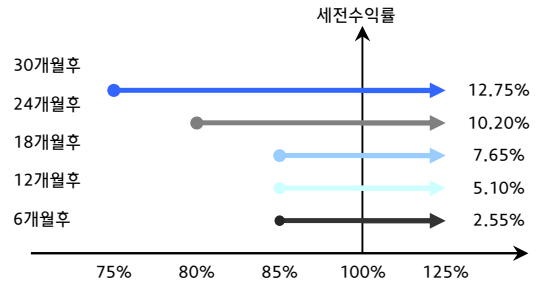
자료: 금융투자협회, 현대차증권

〈그림83〉 기초자산 별 발행 비중



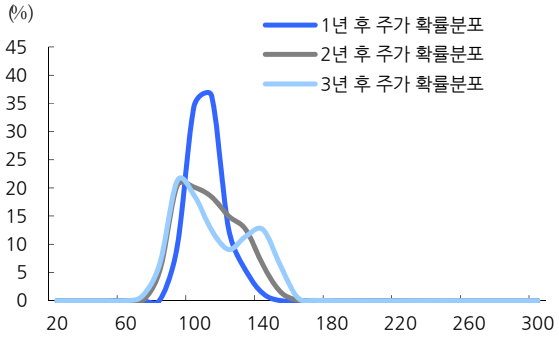
주: 2019년 연간 발행금액 기준
자료: 인포맥스, 현대차증권

〈그림84〉 Step-down형 ELS 수익구조



자료: 현대차증권

〈그림85〉 ELS 상환확률분포



주: 1년 후 상환확률 93.2%, 무위험수익률 1.78%, 일일 변동성 0.9%
자료: Quantiwise, 현대차증권

〈표17〉 Step-down형 ELS 예시

구분	내용	수익률
자동 조기상환	1) 1차: 모든 기초자산의 자동조기상환펴악가격이 각 최초기준가격의 90% 이상인 경우 2) 2차/3차: 모든 기초자산의 자동조기상환평가가격이 각 최초기준가격의 85% 이상인 경우 3) 4차: 모든 기초자산의 자동조기상환평가가격이 각 최초기준가격의 80% 이상인 경우 4) 5차: 모든 기초자산의 자동조기상환평가가격이 각 최초기준가격의 75% 이상인 경우	세전 연 2.55%
만기상환 1	만기평가일에 모든 기초자산의 만기평가가격이 각 최초기준가격의 70% 이상인 경우	세전 7.65%(연 2.55%)
만기상환 2	만기상환 1에 해당하지 않고 최초기준가격평가일부터 만기평가일까지 모든 기초자산 중 어느 하나도(종가기준) 각 최초기준가격의 50% 미만으로 하락한 적이 없는 경우	세전 10.20%(연 2.55%)
만기상환 3	만기상환 1에 해당하지 않고 최초기준가격평가일부터 만기평가일까지 모든 기초자산 중 어느 하나도(종가기준) 각 최초기준가격의 50% 미만으로 하락한 적이 있는 경우	원금손실 (하락률이 큰 기초자산의 하락률로 상환)

자료: 현대차증권

트레이딩 및 상품운용

고객의 투자금을 받은 파생결합증권 발행회사는 조기상환일 또는 만기일에 투자자에게 약속된 수익률을 지급해야 할 의무가 있다. 이와 같은 채무를 이행하기 위해 외부 금융회사와 백투백 거래를 수행하거나 투자자에게 지급할 수익구조를 복제해 자체 헤지 운용을 하는 방법으로 이자 쿠폰을 마련한다.

〈표18〉 ELS, DLS 헤지 포트폴리오의 민감도 위험

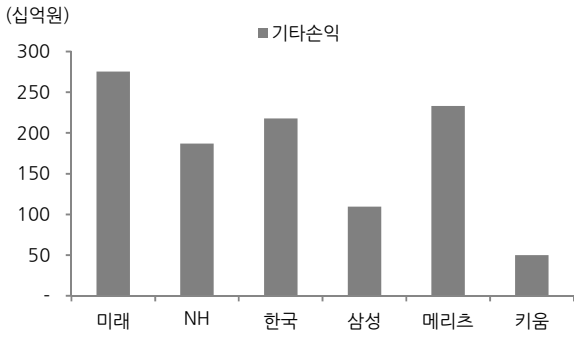
구분	델타	감마	베가
ELS, DLS 발행 초기 (A)	-	+	+
현물 또는 선물 매입 (B)	+	중립	중립
델타 중립 포트폴리오 (A+B)	중립	+	+
콜옵션, 풋옵션 매도 (C)	중립	-	-
델타, 감마, 베가 중립 포트폴리오 (A+B+C)	중립	중립	중립

자료: 현대차증권

기타손익

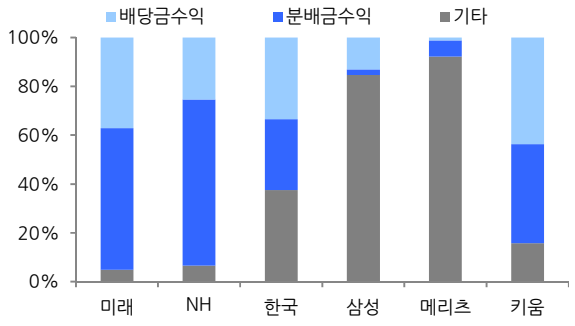
기타손익은 배당금수익, 분배금수익, 임대료수익 등으로 구성되어 있다. 이익 기여도는 각 사별로 8.5%~20.4%까지로 크지 않지만 수익의 성격은 안정적이나 변동성은 다소 큰 편이다. 회사별 특징으로는 미래에셋대우의 경우 분배금 항목의 비중이 크고 그 이유는 PI투자로 보유하고 있는 자산으로부터의 분배금, 배당금이 많기 때문이다. 자본 대비 기타손익의 규모가 큰 기업은 메리츠종금증권인데 이는 ELS 관련 평가조정액환입액이 대부분을 차지한다.

〈그림86〉 회사별 기타손익



주: 2019년 기준
자료: 현대차증권

〈그림87〉 기타손익구성비율



자료: 회사자료, 현대차증권

VII. 해외 자회사 현황

Executive Summary

해외 계열사 성장의 반환점

2019년 10월 현장밀착형 규제혁신 방안에는 자기자본 3조 이상의 종합금융투자(이하 종투사)의 해외 진출 활성화와 원활한 자금조달을 위해서 종투사가 직접 지배하는 해외 계열사에 대한 신용공여가 허용한다는 정책이 발표되었다. 기존에는 자본시장법 34조와 77조가 상충되면서 한국투자증권과 NH투자증권에 제재가 이뤄진 사례가 있었다. 그러나 상대적으로 나중에 생긴 조항인 34조에 의해 모순된 규제라는 비판에 정부가 종투사의 해외 계열사에 대한 신용공여를 허용한다는 발표로 이어졌다. 이에 따라 부동산PF로 인해 규제가 강화된 부분이 있는가 하면 해외 계열사 신용공여를 통해 해외 수익 창출이라는 창구가 열렸다고 판단한다.

〈표19〉 해외 자회사에 대한 신용공여 규제

항목	세부 내용
자본시장법 34조	금융투자업자가 지분 50% 이상 보유한 현지법인 신용공여 허용
자본시장법 77조	종합금융투자업자가 지분 30% 이상 보유한 현지법인 신용공여 금지

자료: 법제처, 현대차증권

진출 역사

규제 완화와 함께 해외진출 증가

국내 증권사의 해외진출은 1984년부터 시작되었다. 당시 대우증권과 쌍용증권이 각각 런던과 도쿄에 사무소를 개설한 것이 시초다. 그러나 초기 해외진출은 국내 규제로 인해 제한적으로 이뤄졌다. 당시 증권사의 해외진출은 증권거래법 제 28조에 의해 자본금 규모, 진출지역 및 해외점포의 숫자적인 측면에서 정부의 허가가 필요했다. 1991년부터 외국 증권회사의 국내 지점 설치가 허용되면서 상호주의 원칙에 따라 국내 증권회사의 해외 진출에 대한 규제도 완화되었다. 이후 지속적인 해외 진출이 이어졌으나 1997년 외환위기를 맞으며 증권사들은 해외 점포 구조조정에 들어가게 되었다. 이 과정에서 대부분 증권사들은 해외 진출을 줄이고 상당수의 해외 점포가 폐쇄되었다.

국내 증권사들의 해외진출은 2000년대 중반에 들어서 본격적으로 이뤄졌다. 과거에는 세계 금융중심지인 뉴욕, 런던, 도쿄 및 홍콩에 집중되었으나, 이때는 선진국보다는 특히 아시아 지역의 신흥국에 집중되었다.

2005년~2007년 사이 위탁수수료 증가에 따라 국내 증권사들은 총 56개의 해외점포를 신설했다. 이 시기에는 대형사뿐만 아니라 중소형사도 적극적으로 해외사무소 및 현지법인 설립 추진에 나섰다. 그러나 국내 증권사의 해외진출은 2011년부터 또 다시 후퇴하기 시작했다. 국내 위탁매매 시장의 위축으로 수익성이 악화됨에 따라 대대적인 구조조정이 이뤄졌기 때문이다. 그 후 해외점포 수는 꾸준히 감소하는 추세를 보이다 최근 들어 조금 증가하고 있다.

해외 진출은 위탁매매수수료의 영향을 가장 크게 받음

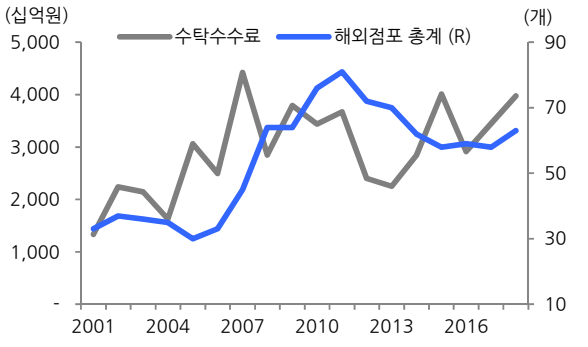
위탁매매시장의 등락과 밀접한 관계

국내 증권사의 해외 진출은 위탁매매시장의 등락과 밀접한 관계를 보여왔다. 이는 증권사의 수익이 증가할 때 해외에 진출하고, 국내 시장에서의 수익이 악화될 때는 가장 먼저 해외 점포를 구조 조정하는 방향으로 진행되기 때문이다. 과거 국내 증권사의 수익 구조는 위탁매매 위주였기 때문에 위탁매매 수수료에 가장 큰 영향을 받은 것으로 해석된다. 시기별로는 2000년대 중반 수탁수수료가 증가하며 해외점포 수도 증가하는 것을 볼 수 있다. 그 후 2011년부터 증시부진에 따른 수탁수수료 감소로 해외점포도 꾸준히 감소했다. 2018년부터 하락세를 멈추고 다시 증가하는 추세를 보인다.

또한, 중국 및 베트남 해외진출의 경우 해당 국가의 WTO 가입 시점을 전후로 집중되어 이뤄진 점을 감안하면, 규제적인 측면이 국내 증권사의 해외 진출국 선정에 중요한 요인으로 작용함을 알 수 있다. 중국은 2001년 12월 WTO에 가입하며 경제개방에 나섰고 베트남은 2007년 WTO의 150번째 회원국이 되었는데 이 시기부터 국내 증권사들이 해당 국가에 진출하기 시작했다. 이는 규제산업인 금융업의 특성을 보여준다.

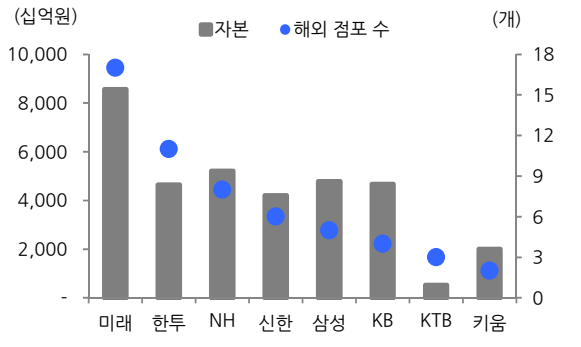
마지막으로, 해외 진출을 결정하는 가장 큰 요인은 자기자본 규모다. 자기자본 규모가 클수록 적극적으로 해외 진출하는 경향을 보인다. 국내 증권사 중 가장 큰 자기자본 규모를 가진 미래에셋대우의 경우 2019년 말 기준 10개국 17개 지점을 보유하고 있다. KTB투자증권의 경우 자기자본 규모가 상대적으로 작음에도 현지법인 형태로 진출하고 있는 것을 볼 수 있다. 2019년에는 KTB ST(KTB Securities Thailand)를 태국 거래소에 상장시키며 해외진출 성과가 나고 있다.

〈그림88〉 위탁수수료와 해외점포 추이



자료: 금융감독원, 현대차증권

〈그림89〉 자기자본과 해외점포 수



주: 자본규모는 2019년 9월 말 기준
자료: 금융감독원, 현대차증권

진출 현황

해외 계열사 성장의 반환점

2019년 말 기준 국내 증권회사 해외점포는 현지법인 51개, 사무소 14개로 총 65개 점포가 진출해 있다. 지역별로는 중국 등 아시아 지역이 51개(현지법인 37개, 사무소 14개), 그 밖에 미국 9개, 영국 4개, 브라질 1개 순이다. 진출 초기에는 주로 미국, 영국, 홍콩 등 금융 중심지에 진출하는 모습을 보였으나 최근에는 아시아권 신흥국에 진출하는 추세를 보인다.

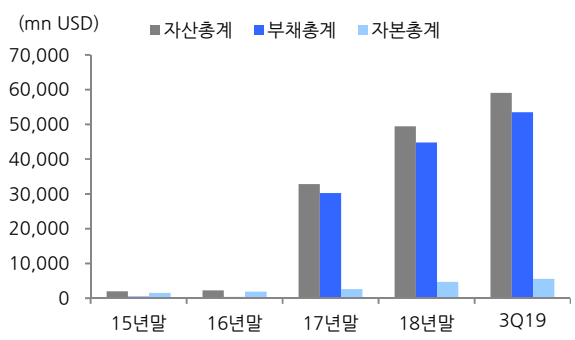
회사별 점포 수는 19년 말 기준 15개 증권회사가 해외에 진출해있다. 통상 은행은 원활한 자금 조달을 위해 현지 지점 형태로 진출하는 반면, 증권사는 빠른 의사결정과 규제의 영향을 덜 받기 위해 법인의 형태로 진출하고 있다.

재무현황은 19년 3분기 기준으로 해외현지법인 자기자본은 56.2억달러로 전년말 대비 18.9% 증가했다. 이렇게 재무현황의 고성장을 하게 된 원인으로는 수익증가도 있지만 본사의 유상증자의 영향이 크다. 미래에셋대우를 중심으로 진행된 증자의 성과가 2017년부터 나타나기 시작한 것이다.

손익현황으로 2019년 3분기까지 누적 당기순이익은 159백만달러로 이미 전년도 순이익을 넘어섰다. 이는 자기자본규모 확충을 통한 업무범위 확대 및 IB사업 활성화에 따른 수익 증대 등에 주로 기인하였다.

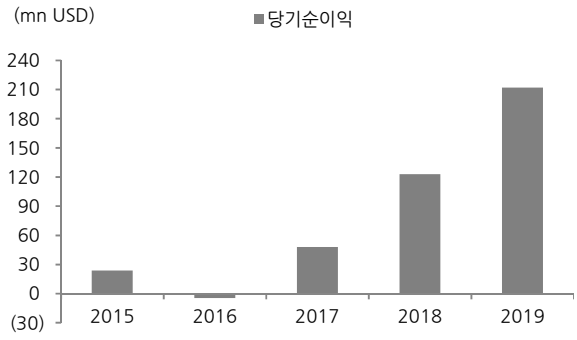
국가별로는 홍콩·베트남 등 대부분의 국가에서 흑자를 기록했지만, 중국에서는 적자가 지속되었는데 이는 현지법인의 업무범위가 제한적인데다, 무역분쟁으로 인한 영업환경이 악화된 영향이 있었다. 중국의 경우 시장 규모에 비해 수익을 내지 못하고 있는데 중국이 합자증권사 형태로만 진출을 허용하고 있어 제대로 된 영업을 할 수 없기 때문이다. 독자 현지법인 설립이 금지되어 있으며, 영리활동을 할 수 없는 대표처 설립만 가능하다. 그렇기에 국내 증권사의 중국 현지법인의 경우 중국 증권감독관리위원회의 인가를 받은 금융투자회사가 아니라, 상무국에 일반자문회사로 등록하여 증권·선물 투자관련 자문을 제외한 M&A나 IPO 예정기업 소개 등에 한정되어 있다.

〈그림90〉 해외점포 재무 현황



자료: 금융감독원, 현대차증권

〈그림91〉 해외점포 당기순이익 추이



주: 2019년 당기순이익은 3분기까지 누적 순이익을 연율화한 수치
자료: 금융감독원, 현대차증권

Company Report

2020. 03. 05

키움증권(039490)

BUY / TP 96,000원

COVERAGE INITIATION

Analyst 김현기 02) 3787-2335 khyunki@hmsec.com

브로커리지에 더한 이자손익

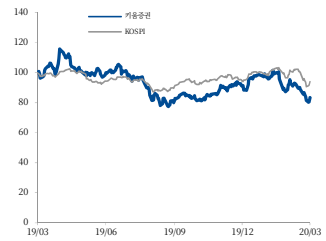
현재주가 (03/04)	67,700원
상승여력	41.8%
시가총액	1,496십억원
발행주식수	22,100천주
자본금/액면가	2,280십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	94,000원/62,900원
일평균 거래대금 (60일)	4십억원
외국인지분율	26.42%
주요주주	다우기술 외 2인 47.71%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-9.1	-8.6	3.0
상대주가(%p)	-4.8	-8.2	-0.5

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(19)	EPS(20F)	T/P
Before			
After	14,544	15,292	96,000
Consensus	13,663	12,816	96,000
Cons. 차이	6.4%	19.3%	0.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 목표주가 96,000원과 Buy rating 제시하며 커버리지 개시
- 동사는 브로커리지에 강점을 지니며 위탁매매 수수료율이 지속적으로 하락하는 국면에서도 낮은 수수료율과 높은 신용공여 비중으로 브로커리지 M/S를 높여감
- 동사 투자포인트는 1) 캐시카우인 브로커리지를 통한 IB, PI 위주 성장, 2) 자본대비 부동산PF 비중 60% 수준으로 양호한 성장 가능

2) 주요이슈 및 실적전망

- 올해 별도/연결 순이익은 전년동기대비 각각 5.6%, 5.2% YoY 증가할 전망. 타사 대비 낮은 부동산 채무 비율을 통해 이자손익이 지속 증가하고, PI부문 성장도 지속되고 있기 때문
- 올해는 카카오페이증권의 출범으로 시장의 우려가 존재하는 반면에 당장 큰 영향은 없을 것으로 전망. 그 근거는 1) 주식매매수수료 무료 이벤트 증권사는 증가하는 가운데 키움증권의 브로커리지 M/S는 지속적으로 증가해왔고, 2) 자본력이 적은 카카오증권의 사업 모델은 결국 상품판매의 전략을 택할 것인데 동사의 상품매매수수료 비중은 거의 미미하기 때문
- 1분기 별도/연결 순이익은 전년동기대비 각각 -35.0%, -29.8% YoY 감소할 전망. 이는 작년 1분기에 증권사 전반적으로 트레이딩 손익의 호조로 인한 기저 효과에 기인
- PI손익은 2018년을 제외하고 2014년부터 2019년까지 지속적인 증가세를 이어감. 이는 주식운용 부문에서 시장 대비 아웃퍼폼한 성과와 Pre-IPO를 통한 수익 추구의 결과. 동사의 PI 역량은 지속적인 수익 증가를 통해 입증되고 있다고 판단. 올해도 PI부문의 성장은 지속될 것
- 경비율은 2019년 별도 기준 48.2%으로 커버리지 6개사 평균 52.8% 대비 양호한 수준. 또한 지속적으로 경비율이 하락하고 있어 비용관리에 있어 온라인 증권사의 강점을 잘 살림

3) 주가전망 및 Valuation

- 목표주가는 잔존가치모형으로 산출(2020F ROE 15.6%, COE 14.6%)

요약 실적 및 Valuation

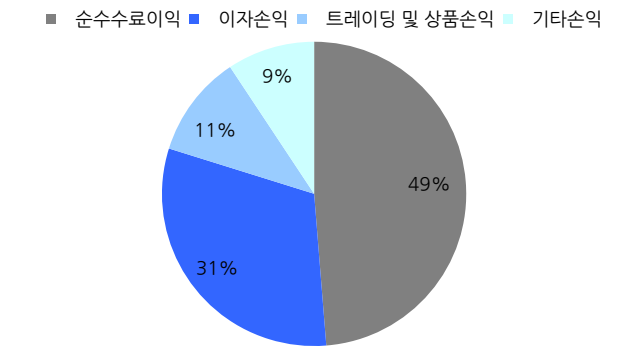
구분	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	증감율 (%)	BPS (원)	EPS (원)	P/B (배)	P/E (배)	ROAE (%)	ROAA (%)	배당수익률 (%)
2017	589	316	240	33.5	68,988	10,870	0.85	5.4	17.4	2.35	2.2
2018	618	289	193	-19.6	80,397	7,750	0.73	7.6	10.4	1.36	2.5
2019	865	474	360	86.3	80,094	14,257	0.74	4.1	17.8	1.79	3.4
2020F	931	506	379	5.2	106,667	15,292	0.55	3.9	15.6	1.39	3.6
2021F	964	527	394	4.0	122,972	15,896	0.48	3.7	13.8	1.06	3.7

** K-IFRS 연결 기준*

투자포인트: 주가 민감도가 높아 단기 이슈 대응에 유리

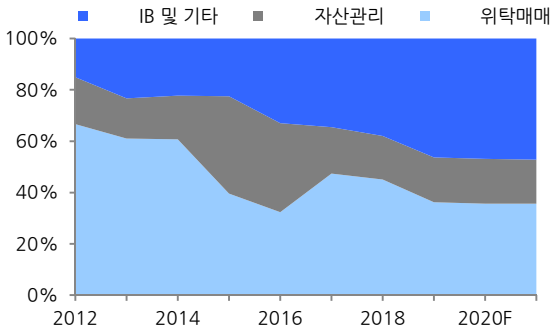
동사 수익 구조의 49%는 순수수료이익으로 구성된다. 과거에 비해 IB수수료 비중이 증가하고 있지만 키움증권은 여전히 개인 위탁 M/S 1위라는 브로커리지 위주의 온라인 증권사 이미지가 강하다. 이를 반영하듯 동사 주가 또한 시장 지수와 동행하는 경향을 볼 수 있는데 최근 코로나19 이슈로 인한 단기적인 충격에서 벗어날 때는 가장 빠르게 상승할 수 있는 종목이다.

<그림1> 순영업수익 구성



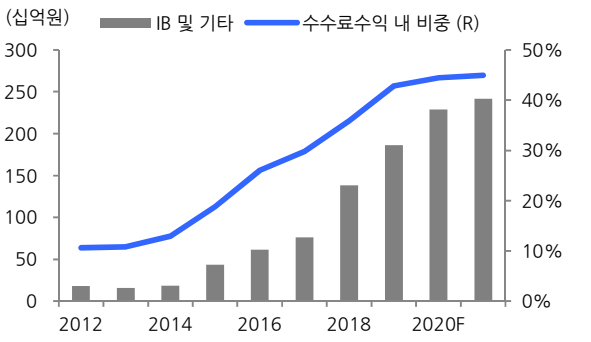
주: 2019년 별도 기준
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림2> 수수료 수익원별 비중 추이



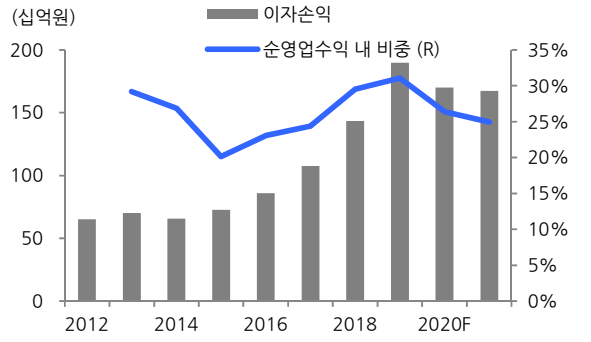
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림3> IB 및 기타 수익 추이



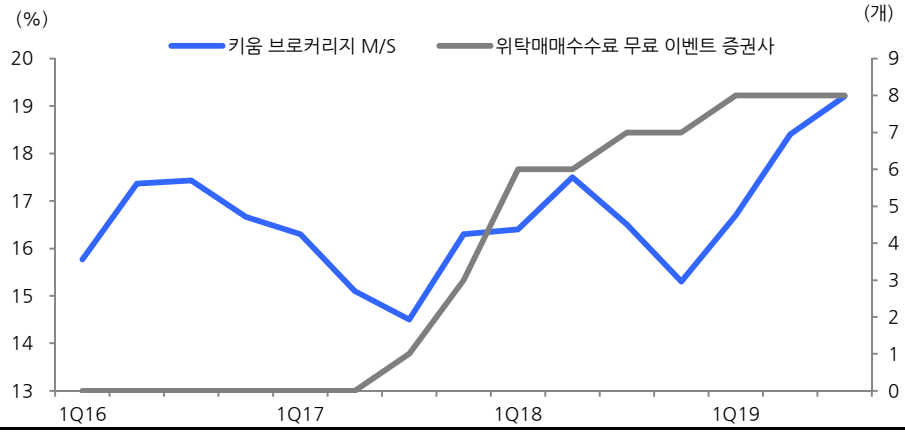
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림4> 별도 이자손익 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

<그림5> 키움증권 브로커리지 M/S와 위탁매매수수료 무료 이벤트 증권사 추이



자료: 회사자료, 자본시장연구원, 현대차증권

〈표1〉 별도 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2019	2020F	2021F
순영업수익	225	99	122	165	142	610	644	670
순수수료이익	73	59	79	87	85	297	351	367
수수료수익	94	106	110	123	125	435	515	537
위탁매매	53	60	61	66	67	240	277	286
자산관리	2	2	2	2	2	8	9	10
IB 및 기타	40	44	47	56	55	186	229	242
수수료비용	22	47	32	37	39	137	164	170
이자손익	48	41	53	48	40	190	170	167
트레이딩 및 상품손익	78	-17	-13	18	-10	66	65	76
기타손익	25	16	3	12	26	57	58	59
판매비와 관리비	64	76	71	84	36	294	311	319
영업이익	161	24	51	81	106	316	333	350
영업외수익	15	6	7	8	15	37	38	38
영업외비용	1	1	1	1	1	3	3	4
세전이	175	29	58	88	120	350	367	385
법인세비용	41	13	16	27	33	98	101	106
당기순이익	134	16	41	61	87	252	266	279

자료: 회사자료, 현대차증권

〈표2〉 연결 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2019	2020F	2021F
순영업수익	288	161	178	238	208	865	931	964
순수수료이익	77	87	93	105	96	363	402	420
이자손익	75	75	79	74	70	302	311	327
트레이딩 및 상품손익	100	-23	-14	41	5	104	117	116
기타손익	36	22	19	18	37	96	101	101
판매비와 관리비	86	95	92	118	62	391	425	438
영업이익	203	65	86	120	146	474	506	527
영업외수익	11	11	11	10	11	43	43	43
영업외비용	4	2	8	11	4	24	24	24
세전이익	210	75	89	119	154	492	525	546
법인세비용	51	21	23	35	42	130	144	150
연결당기순이익	159	53	65	85	111	362	381	396
지배주주순이익	158	56	64	81	111	360	379	394
비지배주주순이익	1	-3	1	3	1	2	2	2

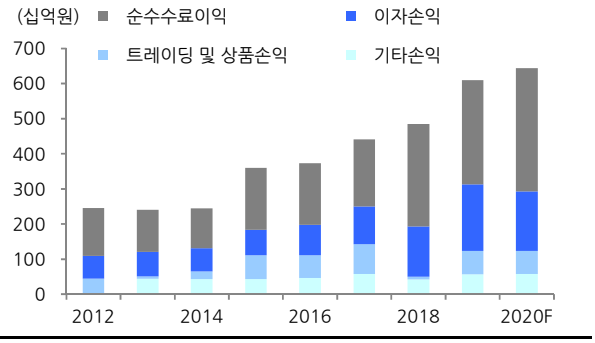
자료: 회사자료, 현대차증권

PL/BS 특징

동사는 2019년 기준 개인 주식시장 점유율 29.2%를 달성하는 등 브로커리지에 특화된 온라인 증권사다. 주로 수수료손익 위주의 사업모델을 영위하고 있으나 최근에는 이자손익, PI 투자 중심의 트레이딩 손익의 비중이 증가하며 다각화되고 있다.

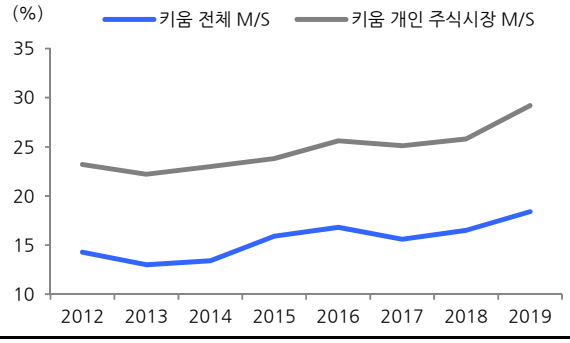
조달은 개인 고객의 비중이 높은만큼 예수부채가 전체 부채의 30%가량 차지하고 있다. 별도 재무 레버리지는 비교적 높은 편인데 2019년 기준 9.4배로 상한선인 11배에 가까워 현재 수준의 레버리지 비율을 유지할 것으로 예상한다.

〈그림6〉 별도 순영업수익 추이



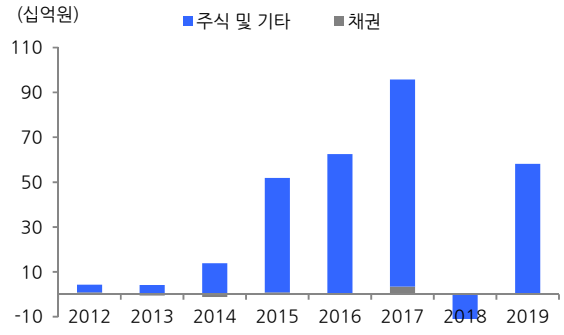
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림7〉 위탁매매 M/S 추이



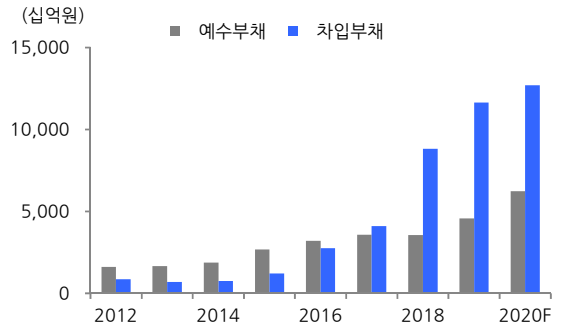
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림8〉 PI 본부 영업수지



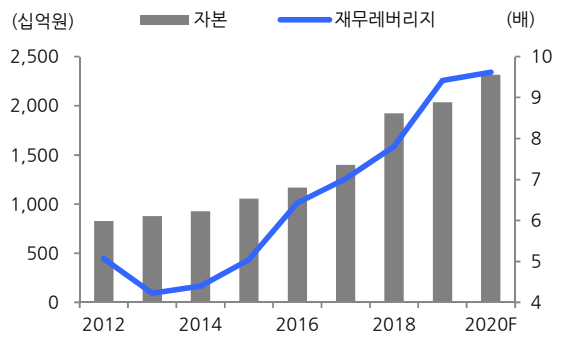
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림9〉 예수부채 및 차입부채 추이



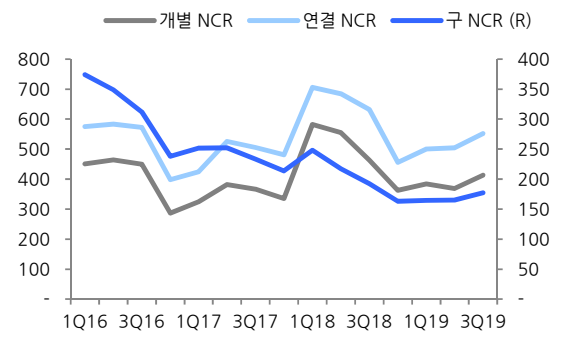
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림10〉 재무레버리지와 자본규모 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림11〉 NCR 비율 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

Valuation 및 목표주가

목표주가 96,000원으로 커버리지를 개시한다. 2020F ROE는 15.6%로 현재 주가수준은 목표주가 대비 40.6% 저평가되어 있다고 판단한다.

ROE는 수수료손익과 이자손익의 증가로 15.6%로 추정했다. 자본비용은 14.6%로 risk premium은 코스피의 역사적 리스크 프리미엄 수치를 적용했다. 무위험수익률은 국채 3년물 1년 평균 수치를 사용했다. 베타는 1) 부동산PF 규제를 반영한 신NCR비율이 507%로 500%가 넘는 점과, 2) 배당성향 13.7% 수준을 감안해 조정 베타(104주 beta의 80%)를 적용했다.

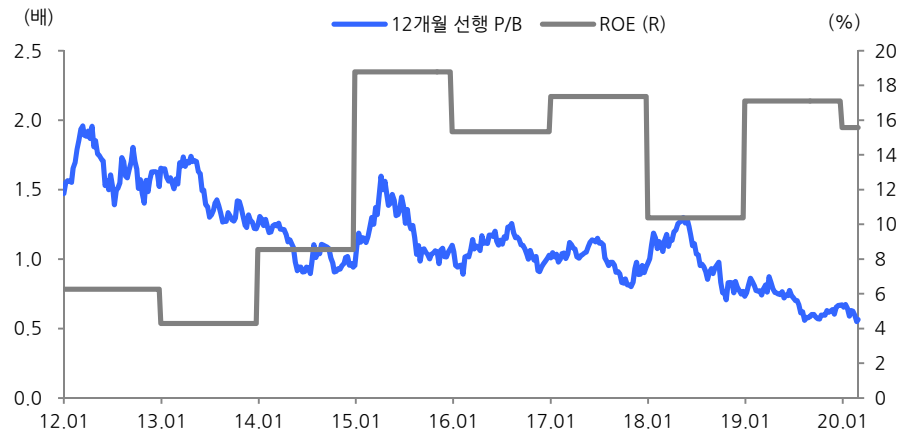
당사는 Valuation method로 잔존가치모형을 사용했는데 이는 1) 자본(BPS)과 효율성 지표인 ROE를 근거로 목표주가를 산정하는 방식이고 2) 배당금이 일정하지 않아도 사용 가능하기 때문이다. 참고로 주당배당금이 일정하다는 가정 하에 배당할인모형을 사용한 결과도 함께 제시하였다.

〈표3〉 Valuation (단위: 원, %, 배)

1. 잔존가치모형(Residual Income Model)		2. 배당할인모형(Dividend Discount Model)	
Valuation		Valuation	
2019 BPS	89,743	Target P/B (배)	1.1
2020F ROE	15.6	2020F BPS	106,667
COE	14.6	2020F ROE	15.6
Risk-free rate	1.5	COE	14.6
Risk premium	10.3	Risk-free rate	1.5
조정 beta	1.3	Risk premium	10.3
Growth rate	0.0	조정 beta	1.3
목표주가	96,000	Growth rate	0.0
현재주가	67,700	목표주가	114,000
상승여력	41.8%	현재주가	67,700
		상승여력	68.4%

주: 조정 beta는 104주 beta의 80% 수치
주: Growth rate은 0%로 가정
주: Risk free rate은 2019년 3년물 국채금리 평균, 104주 베타는 2019말 기준
자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권

〈그림12〉 ROE vs. P/B



자료: 회사자료, 현대차증권

(단위:십억원)

별도 포괄손익계산서	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익	442	485	610	644	670
순수수료이익	191	291	297	351	367
수수료수익	256	386	435	515	537
위탁매매	177	242	240	277	286
자산관리	4	6	8	9	10
IB 및 기타	76	138	186	229	242
수수료비용	65	94	137	164	170
이자손익	108	143	190	170	167
트레이딩 및 상품손익	84	8	66	65	76
기타손익	58	42	57	58	59
판매비와 관리비	214	253	294	311	319
영업이익	228	232	316	333	350
영업외수익	25	35	37	38	38
영업외비용	4	2	3	3	4
세전이익	248	265	350	367	385
법인세비용	65	74	98	101	106
당기순이익	183	191	252	266	279

(단위:십억원)

연결 재무제표	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익	589	618	865	931	964
순수수료이익	235	323	363	402	420
이자손익	183	242	302	311	327
트레이딩 및 상품손익	112	-6	104	117	116
기타손익	59	58	96	101	101
판매비와 관리비	273	329	391	425	438
영업이익	316	289	474	506	527
영업외수익	17	11	43	43	43
영업외비용	10	19	24	24	24
세전이익	323	281	492	525	546
법인세비용	81	88	130	144	150
연결당기순이익	242	193	362	381	396
지배주주순이익	240	193	360	379	394
비지배주주순이익	1	-0	2	2	2
자산	11,591	16,919	23,374	31,169	43,238
부채	10,043	16,174	21,115	28,513	40,176
자본	1,547	2,065	2,258	2,655	3,061

(단위:원,배,십억원)

별도 재무상태표	2017	2018	2019	2020F	2021F
자산	9,811	15,005	19,153	22,282	25,751
현금 및 예치금	3,039	4,847	4,908	5,710	6,599
유가증권	4,361	7,613	11,266	13,107	15,148
대출채권	1,566	1,810	2,010	2,044	2,103
유형자산	66	64	63	73	84
무형자산	29	23	19	22	25
투자부동산	32	33	32	38	43
기타자산	718	615	854	994	1,148
부채	8,413	13,083	17,119	19,966	23,137
예수부채	3,579	3,572	4,582	6,237	7,358
차입부채	4,101	8,830	11,645	12,690	14,575
기타충당부채	-	5	3	3	4
이연법인세부채	23	10	5	6	7
기타부채	709	666	884	1,030	1,194
자본	1,398	1,922	2,034	2,316	2,614
자본금	111	127	127	127	127
자본잉여금	193	527	527	527	527
이익잉여금	1,036	1,194	1,432	1,698	1,977
기타자본	59	74	-13	4	22

(단위: 원,%)

주요 투자지표	2017	2018	2019	2020F	2021F
Valuation					
P/B	0.85	0.73	0.66	0.55	0.48
P/E	5.4	7.6	4.0	3.9	3.7
배당수익률	2.2%	2.5%	3.4%	3.6%	3.7%
주당지표					
BPS	68,988	80,397	89,743	106,667	122,972
EPS	10,870	7,750	14,544	15,292	15,896
DPS	1,300	1,500	2,000	2,100	2,200
성장성					
BPS 성장률	22.6%	16.5%	11.6%	18.9%	15.3%
EPS 성장률	33.5%	-28.7%	87.7%	5.1%	4.0%
수익성					
ROE	17.4	10.4	17.1	15.6	13.8
ROA	2.3	1.4	1.8	1.4	1.1
비용/수익비율	48.4	52.2	48.2	48.3	47.7
영업이익률	53.6	46.8	54.8	54.3	54.6
세전이익률	54.8	45.5	56.9	56.4	56.6
순이익률	40.8	31.3	41.6	40.6	40.8
재무레버리지 (별도)	7.0	7.8	9.4	9.6	9.9

(단위: %)

별도 ROA 분해	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익 구성					
순수수료이익	43.3	60.1	48.7	54.5	54.8
수수료수익	58.0	79.5	71.2	79.9	80.3
위탁매매	40.0	49.8	39.4	43.0	42.7
자산관리	0.8	1.1	1.3	1.4	1.5
IB 및 기타	17.3	28.5	30.5	35.5	36.1
이자손익	24.4	29.5	31.1	26.4	25.0
트레이딩 및 상품손익	19.1	1.7	10.9	10.1	11.4
기타손익	13.2	8.7	9.3	9.0	8.8

(단위: %)

연결 ROA 분해	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익 구성					
순수수료이익	39.9	52.2	41.9	43.2	43.6
이자손익	31.1	39.2	35.0	33.4	34.0
트레이딩 및 상품손익	19.0	-0.9	12.1	12.6	12.0
기타손익	10.0	9.4	11.1	10.8	10.5
자산회전율					
순수수료이익	2.03	1.91	1.55	1.29	0.97
이자손익	1.58	1.43	1.29	1.00	0.76
트레이딩 및 상품손익	0.97	-0.03	0.45	0.38	0.27
기타손익	0.51	0.35	0.41	0.32	0.23

Company Report

2020. 03. 05

삼성증권(016360)

BUY / TP 47,000원

COVERAGE INITIATION

Analyst 김현기 02) 3787-2335 khyunki@hmsec.com

이자손익 성장은 지속된다.

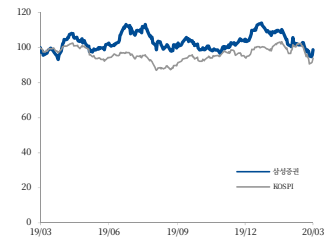
현재주가 (03/04)	34,300원
상승여력	37.0%
시가총액	3,063십억원
발행주식수	89,300천주
자본금/액면가	458십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	39,600원/32,350원
일평균 거래대금 (60일)	9십억원
외국인지분율	29.28%
주요주주	삼성생명보험 외 4인 29.75%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-1.7	-5.8	-2.1
상대주가(%p)	3.0	-5.3	-5.5

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(19)	EPS(20F)	T/P
Before			
After	4,387	4,498	47,000
Consensus	4,212	4,313	46,222
Cons. 차이	4.2%	4.3%	1.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 중기 Top-pick으로 선정하며 목표주가 47,000원과 Buy rating 제시하며 커버리지 개시
- 동사는 WM과 IB 위주의 성장을 지속하며 커버리지 6개 기업 중 가장 안정적으로 성장
- 투자포인트는 1) 비교적 자본비율에 있어 여유 2) 규제 수혜+지속가능수익 증가
- 올해 별도/연결 순이익은 전년동기대비 각각 3.6%, 2.5% 증가 예상하며 지속 성장 전망

2) 주요이슈 및 실적전망

- 1분기 별도/연결 순이익은 전년동기대비 각각 15.4%, 3.9% 증가할 전망. 이는 작년 4분기 이자부자산을 적극적으로 확대한 것에 기인함. 이로 인해 2019년말 기준 구NCR비율은 148%로 다소 하락했지만 이자손익은 지속 성장이 가능
- 올해 순수수료손익은 전년대비 4.5% 증가할 전망. 이는 경기선행지수와 코스피 EPS가 상승반전하는 추세에 있어 거래대금 또한 전년대비 증가 예상. 또한, 19년말 HNWI는 10.5만명으로 전년대비 8,000명 이상 증가하는 등 고객 자산 또한 지속적으로 증가하며 WM 수수료도 증가할 것으로 전망. IB 및 기타 수수료의 경우 부동산PF 규제로 PF 채권 셀다운 물량이 증가하며 전년대비 6.3% 증가할 것으로 판단
- 이자손익은 올해도 증가할 것이나 성장세는 다소 둔화될 것. 이는 주로 부동산 PF 규제로 인한 영향. 다만 당사는 타사 대비 NCR 비율에 있어 여력이 있어 추가 투자 및 고수익 부동산 PF 위주의 침투가 가능할 것
- 트레이딩 및 상품운용 손익은 전년대비 감소 전망. 올해는 기준금리 인하가 많아야 한 차례 정도로 예상되어 채권운용 손이익 작년대비 줄어들기 때문

3) 주가전망 및 Valuation

- 목표주가는 잔존가치모형으로 산출(2020F 7.9%, COE 9.4%)

요약 실적 및 Valuation

구분	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	증감율 (%)	BPS (원)	EPS (원)	P/B (배)	P/E (배)	ROAE (%)	ROAA (%)	배당수익률 (%)
2017	967	360	272	55.9%	49,380	3,135	0.74	11.7	6.4	0.8	2.7
2018	1,134	458	334	23.0%	52,207	3,741	0.60	8.4	7.4	0.9	4.4
2019	1,222	517	392	17.3%	55,422	4,387	0.69	8.7	8.2	0.9	4.7
2020F	1,255	549	402	2.5%	58,848	4,498	0.65	8.5	7.9	0.9	5.5
2021F	1,320	571	418	4.0%	63,434	4,678	0.60	8.2	7.7	0.8	6.3

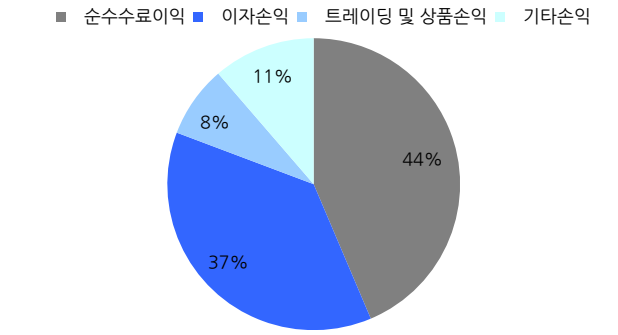
* K-IFRS 연결 기준

투자포인트: 이자손익 증가를 통한 성장

삼성증권은 고액자산 중심의 WM에 강점을 가지며 안정적으로 성장해왔다. 커버리지 6개사 중 키움증권과 함께 증익이 전망되며 2020F ROE는 7.9% 수준에 다다를 것으로 예상한다.

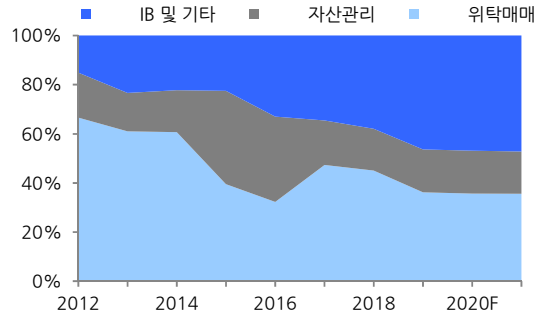
동사 투자포인트는 1) 자본비율에 있어 상대적 여유 2) 규제 상대적 수혜+지속가능 수익 증가이다. 국내 증권사는 부동산PF 중심의 성장을 해오며 2019년 사상 최대 실적을 달성했다. 2019년 이익 Peak 우려가 있는 가운데에서도 동사의 이자손익은 지속 성장이 예상된다. 올해 별도기준 이자손익 성장률은 전년대비 6.8% YoY가 예상되며 중기 Top-pick으로 제시한다.

〈그림1〉 순영업수익 구성



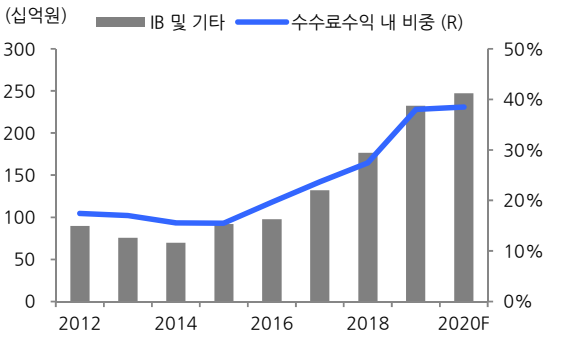
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림2〉 수수료 수익원별 비중 추이



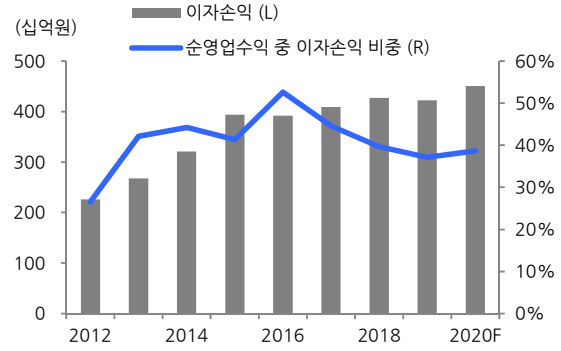
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림3〉 IB 및 기타 수익 추이



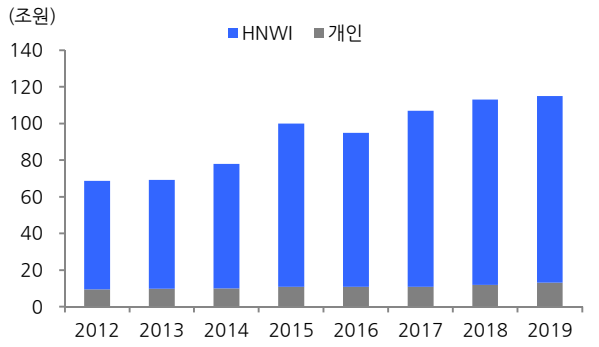
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림4〉 별도 이자손익 추이



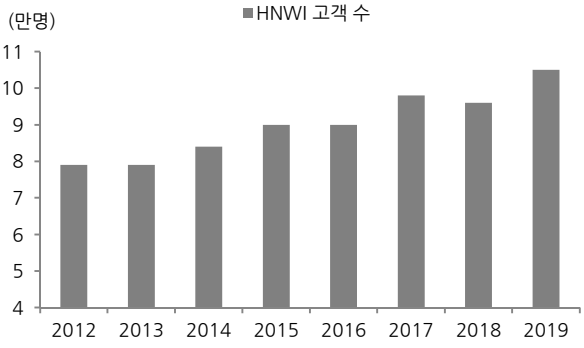
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림5〉 고객 예탁금 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림6〉 HNWI 고객 수



자료: 회사자료, 현대차증권

〈표1〉 별도 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2019	2020F	2021F
순영업수익	292	290	270	286	359	1,137	1,167	1,220
순수수료이익	122	130	105	138	123	496	518	544
수수료수익	150	158	132	172	152	612	642	674
위탁매매	71	72	65	71	70	279	289	299
자산관리	26	26	26	24	26	101	106	110
IB 및 기타	53	60	42	78	55	233	247	265
수수료비용	28	27	27	34	29	116	124	131
이자손익	100	102	106	114	107	422	451	485
트레이딩 및 상품손익	26	11	40	14	85	90	70	63
기타손익	43	46	19	20	43	129	129	129
판매비와 관리비	150	164	153	176	185	643	641	675
영업이익	141	126	117	109	174	494	526	546
영업외수익	1	2	3	1	1	8	8	8
영업외비용	0	1	1	3	0	5	5	5
세전이	142	127	120	108	175	497	529	549
법인세비용	33	36	33	25	48	126	145	151
당기순이익	110	91	86	83	127	370	383	398

자료: 회사자료, 현대차증권

〈표2〉 연결 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2019	2020F	2021F
순영업수익	311	307	296	309	379	1,222	1,255	1,320
순수수료이익	128	134	108	145	127	515	537	563
이자손익	118	121	134	134	128	508	539	586
트레이딩 및 상품손익	20	7	37	10	81	74	55	48
기타손익	45	44	16	20	43	125	124	124
판 비와 관리	161	173	176	194	199	704	706	749
영업이익	150	134	120	114	180	517	549	571
영업외수익	3	1	2	4	3	10	10	10
영업외비용	0	3	-1	3	0	5	5	5
세전이익	152	133	123	115	183	523	554	576
법인세비용	35	36	34	26	50	131	152	158
연결당기순 익	117	96	89	89	133	392	402	418
지배주주순이익	117	96	89	89	133	392	402	418
비지배주주순이익	0	0	0	0	0	0	0	0

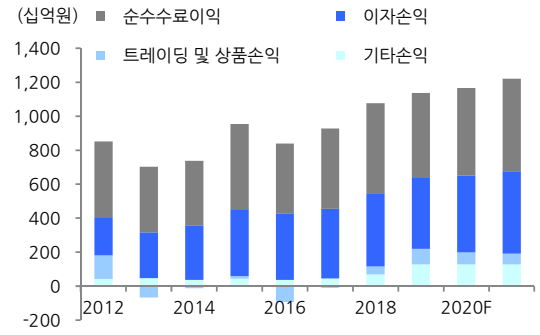
자료: 회사자료, 현대차증권

PL/BS 특징

삼성증권은 수수료수익과 이자손익 중심의 안정적인 성장을 지속하고 있다. 그 동안 타사의 경우 부동산PF 관련 이자손익을 크게 늘려왔지만, 동사는 공격적으로 이자손익 확대에 나서지 않는 것이 현재 상황에서는 오히려 NCR 비율에 있어 여유가 있게 되었다.

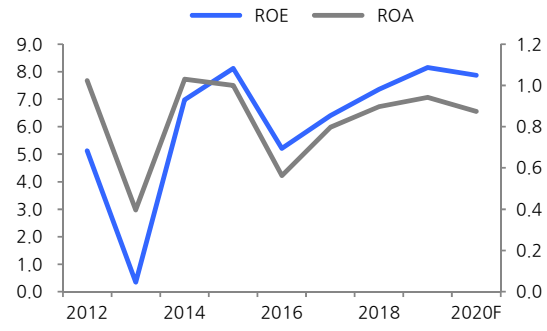
조달부문은 예수부채 규모가 타사 대비 상대적으로 크다. 이는 주로 HNWI 위주의 영업에 기인한다. 차입부채의 경우 타사와 비슷하게 RP와 파생결합상품을 통해 조달하는 것이 대부분이다. 동사는 파생상품결합상품 발행 점유율이 10%에 달하며 M/S를 지속적으로 높여오고 있다.

〈그림7〉 별도 순영업수익 추이



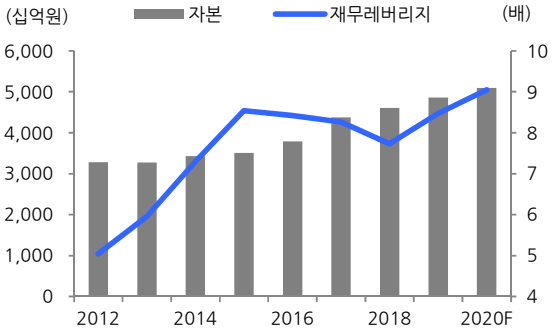
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림8〉 ROE와 ROA 추이



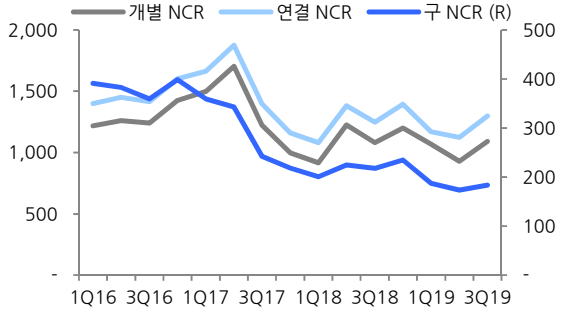
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림9〉 재무레버리지와 자본규모 추이



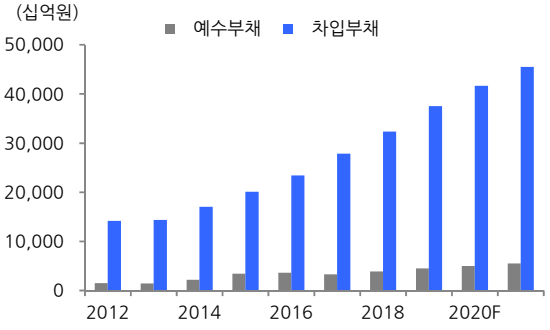
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림10〉 NCR 비율 추이



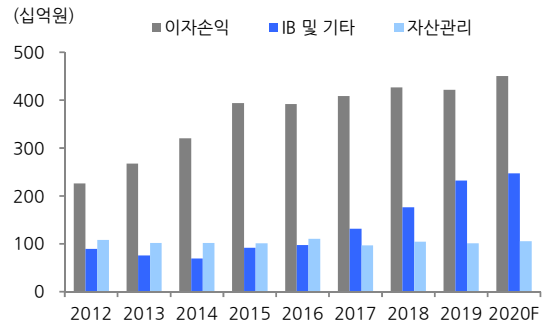
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림11〉 예수부채 및 차입부채 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림12〉 파생결합증권 조기상환이익 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

Valuation 및 목표주가

목표주가 47,000원으로 커버리지를 개시한다. 2020F ROE는 7.9%로 현재 주가수준은 목표주가 대비 37.0% 저평가되어 있다고 판단한다.

ROE는 이자손익 성장에 기인해 7.9%로 추정했다. 자본비용은 9.4%로 risk premium은 코스피의 역사적 리스크 프리미엄 수치를 적용했다. 무위험수익률은 국채 3년물 1년 평균 수치를 사용했다. 조정 베타는 1) 부동산PF 규제를 반영한 신NCR비율이 1,053%로 500%가 넘는 점과, 2) 배당성향이 45%에 달하는 점을 감안해 조정 베타(104주 beta의 70%)를 적용했다.

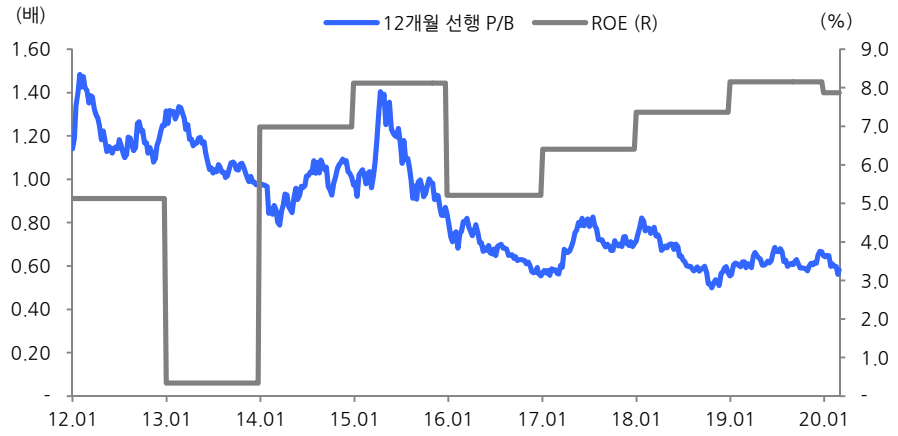
당사는 Valuation method로 잔존가치모형을 사용했는데 이는 1) 자본(BPS)과 효율성 지표인 ROE를 근거로 목표주가를 산정하는 방식이고 2) 배당금이 일정하지 않아도 사용 가능하기 때문이다. 참고로 주당배당금이 일정하다는 가정 하에 배당할인모형을 사용한 결과도 함께 제시하였다.

〈표3〉 Valuation (단위: 원, %, 배)

1. 잔존가치모형(Residual Income Model)		2. 배당할인모형(Dividend Discount Model)	
Valuation		Valuation	
2019 BPS	55,422	Target P/B (배)	0.8
2020F ROE	7.9	2020F BPS	58,848
CO	9.4	2020F ROE	7.9
Risk-free rate	1.5	COE	9.4
Risk premium	10.3	Risk-free rate	1.5
조정 beta	0.8	Risk premium	10.3
Growth rate	0.0	조정 beta	0.8
목표주가	47,000	Growth rate	0.0
현재주가	34,300	목표주가	50,000
상승여력	37.0%	현재주가	34,300
		상승여력	45.8%

주: 조정 beta는 104주 beta의 70% 수치
주: Growth rate은 0%로 가정
주: Risk free rate은 2019년 3년물 국채금리 평균, 104주 베타는 2019말 기준
자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권

〈그림13〉 ROE vs. P/B



자료: 회사자료, 현대차증권

(단위:십억원)

별도 포괄손익계산서	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익	917	1,076	1,137	1,167	1,220
순수수료이익	473	534	496	518	544
수수료수익	557	644	612	642	674
위탁매매	329	363	279	289	299
자산관리	97	104	101	106	110
IB 및 기타	132	177	233	247	265
수수료비용	84	110	116	124	131
이자손익	409	427	422	451	485
트레이딩 및 상품손익	-10	47	90	70	63
기타손익	46	68	129	129	129
판매비와 관리비	573	633	643	641	675
영업이익	344	443	494	526	546
영업외수익	2	4	8	8	8
영업외비용	6	7	5	5	5
세전이익	341	440	497	529	549
법인세비용	84	119	126	145	151
당기순이익	257	321	370	383	398

(단위:십억원)

연결 재무제표	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익	967	1,134	1,222	1,255	1,320
순수수료이익	509	567	515	537	563
이자손익	437	470	508	539	586
트레이딩 및 상품손익	-21	41	74	55	48
기타손익	42	57	125	124	124
판매비와 관리비	607	676	704	706	749
영업이익	360	458	517	549	571
영업외수익	2	10	10	10	10
영업외비용	6	7	5	5	5
세전이익	356	461	523	554	576
법인세비용	85	127	131	152	158
연결당기순이익	271	334	392	402	418
지배주주순이익	272	334	392	402	418
비지배주주순이익	-1	0	-	-	-
자산	37,948	38,331	44,839	46,986	53,295
부채	33,537	33,669	39,890	41,731	47,630
자본	4,412	4,662	4,949	5,255	5,665

(단위:원,배,십억원)

별도 재무상태표	2017	2018	2019	2020F	2021F
자산					
현금 및 예치금	36,169	35,633	41,228	46,986	53,295
유가증권	5,164	6,482	6,091	6,942	7,874
대출채권	23,841	23,356	28,642	32,643	37,026
유형자산	4,717	4,025	4,352	4,361	4,490
무형자산	46	42	77	88	100
투자부동산	87	82	76	87	98
기타자산	3	0	-	-	-
부채	2,310	1,646	1,989	2,866	3,706
예수부채	31,792	31,025	36,363	41,731	47,630
차입부채	4,330	4,366	5,529	6,073	6,883
기타충당부채	24,768	22,996	27,807	32,186	36,783
이연법인세부채	13	13	14	17	19
기타부채	70	18	97	112	128
자본	2,613	3,633	2,914	3,345	3,817
자본금	4,376	4,608	4,865	5,255	5,665
자본잉여금	458	458	458	458	458
이익잉여금	1,743	1,743	1,743	1,743	1,743
기타자본	2,052	2,285	2,531	2,914	3,312

(단위: %)

별도 ROA 분해	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익 구성					
순수수료이익	51.5	49.6	43.6	44.4	44.6
수수료수익	60.7	59.9	53.9	55.0	55.3
위탁매매	35.8	33.7	24.5	24.8	24.5
자산관리	10.5	9.7	8.9	9.0	9.0
IB 및 기타	14.4	16.4	20.5	21.2	21.7
이자손익	44.6	39.7	37.1	38.6	39.8
트레이딩 및 상품손익	-1.1	4.4	7.9	6.0	5.1
기타손익	5.0	6.4	11.3	11.0	10.5

(단위: 원,%)

주요 투자지표	2017	2018	2019	2020F	2021F
Valuation					
P/B	0.74	0.60	0.69	0.65	0.60
P/E	11.7	8.4	8.7	8.5	8.2
배당수익률	2.7%	4.4%	4.7%	5.5%	6.3%
주당지표					
BPS	49,380	52,207	55,422	58,848	63,434
EPS	3,135	3,741	4,387	4,498	4,678
DPS	1,000	1,400	1,800	2,100	2,400
성장성					
BPS 성장률	2%	6%	6%	6%	8%
EPS 성장률	24%	19%	17%	3%	4%
수익성					
ROE	6.4	7.4	8.2	7.9	7.7
ROA	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8
비용/수익비율	62.5	58.8	56.6	54.9	55.3
영업이익률	37.3	40.4	42.4	43.8	43.2
세전이익률	36.8	40.7	42.8	44.2	43.6
순이익률	28.1	29.5	32.1	32.0	31.6
재무레버리지 (별도)	8.3	7.7	8.5	8.9	9.4

(단위: %)

연결 ROA 분해	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익 구성					
순수수료이익	52.6	50.0	42.1	42.8	42.7
이자손익	45.2	41.4	41.6	43.0	44.4
트레이딩 및 상품손익	-2.1	3.6	6.1	4.4	3.6
기타손익	4.3	5.0	10.2	9.9	9.4
자산회전율					
순수수료이익	1.34	1.48	1.15	1.14	1.06
이자손익	1.15	1.23	1.13	1.15	1.10
트레이딩 및 상품손익	-0.05	0.11	0.17	0.12	0.09
기타손익	0.11	0.15	0.28	0.26	0.23

Company Report

2020. 03. 05

한국금융지주(071050)

BUY / TP 84,000원

COVERAGE INITIATION

Analyst 김현기 02) 3787-2335 khyunki@hmsec.com

다각화된 사업구조

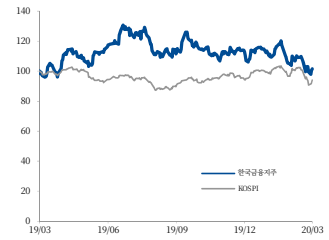
현재주가 (03/04)	64,100원
상승여력	31.0%
시가총액	3,572십억원
발행주식수	55,726천주
자본금/액면가	308십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	82,500원/60,600원
일평균 거래대금 (60일)	13십억원
외국인지분율	41.93%
주요주주	김남구 20.23%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.3	-10.2	-9.8
상대주가(%p)	1.3	-9.8	-12.9

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(19)	EPS(20F)	T/P
Before			
After	14,439	12,706	84,000
Consensus	13,179	11,458	95,900
Cons. 차이	9.6%	10.9%	-12.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대증권

1) 투자포인트 및 결론

- 목표주가 84,000원과 Buy rating 제시하며 커버리지 개시
- 투자포인트는 1) 발행어음을 통해 이자손익 보완 가능 2) 안정적인 사업구조로 자회사 실적 개선
- 올해는 부동산PF 규제로 인해 수익성 위주의 포트폴리오로 재편될 전망. 규제 상황 속에서의 사업 효율성 관리를 확인할 수 있는 한 해가 될 것
- 올해는 별도/연결 순이익은 전년동기대비 각각 18.0%, 13.2% 감소가 예상됨

2) 주요이슈 및 실적전망

- 1분기 별도/연결 순이익은 전년동기대비 각각 20.4%, 10.0% 감소할 전망. 이익 수준의 감소가 아닌 2019년 1분기 트레이딩 및 상품 손익의 호조로 인한 기저효과 영향
- 올해 연결기준 순수수료손익은 전년대비 보합 수준으로 전망. 이는 자회사들의 약진이 예상되기 때문. 저축은행, 캐피탈 위주의 성장은 지속될 것. 또한, 출범 3년만에 빠른 속도로 흑자전환에 성공한 카카오뱅크의 이익기여도도 소폭이지만 증가할 전망
- 이자손익은 소폭 증가할 것으로 전망. 자본비율에 있어 여력이 많지 않고 동사의 올해 전략은 수익성 위주의 투자로 체질개선과 자본비율 관리이기 때문. 부동산PF 물량 자체는 자본대비 50% 수준으로 저가 셀다운 영향은 제한적일 듯
- 트레이딩 및 상품운용 손익은 전년대비 감소 전망. 올해는 기준금리 인하가 많아야 한 차례 정도로 예상되어 채권운용 손이익 작년대비 줄어들기 때문
- 가장 먼저 발행어음 업무 인가를 받은 동사는 올해 8조원 수준까지 발행어음잔고를 늘릴 계획. 마진 150bps 가정시 연간 200억원 가량 이익 증가에 기여할 것

3) 주가전망 및 Valuation

- 목표주가는 잔존가치모형 적용 산출(2020F ROE 14.2%, COE 14.7%)

요약 실적 및 Valuation

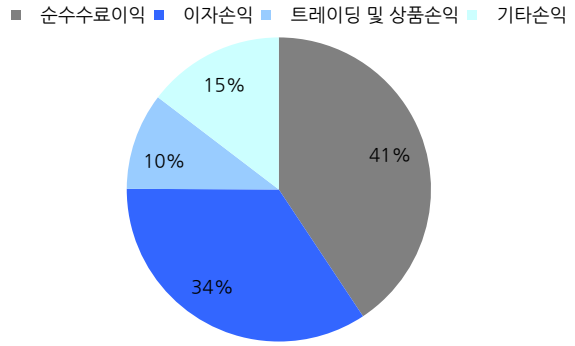
구분	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	증감율 (%)	BPS (원)	EPS (원)	P/B (배)	P/E (배)	ROAE (%)	ROAA (%)	배당수익률 (%)
2017	1,448	654	510	82.4	66,033	8,731	1.04	7.9	13.4	1.19	2.2
2018	1,541	622	529	3.8	73,919	9,062	0.80	6.6	11.7	0.95	2.9
2019	1,868	960	855	61.5	86,436	14,439	0.83	5.0	17.2	1.38	3.5
2020F	1,782	922	742	-13.2	92,678	12,706	0.78	5.7	14.2	1.24	3.5
2021F	1,866	959	770	3.7	105,569	13,180	0.68	5.5	13.3	1.21	3.6

* K-IFRS 연결 기준

투자포인트: 증권에 더해진 자회사 성장 엔진

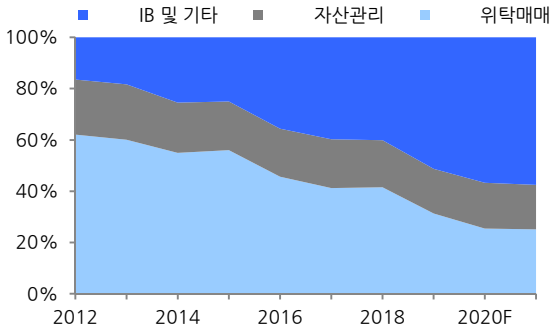
한국금융지주의 투자포인트는 1) 발행어음을 통한 기업대출 증가, 2) 안정적인 사업구조로 자회사 실적 개선 지속이다. 동사는 가장 먼저 발행어음 인가를 받으며 발행어음을 지속적으로 증가하고 있음. 올해 발행어음 잔고를 8조까지 늘릴 계획이고 마진 100bps 내외로 파악된다. 또한, 안정적인 사업구조를 지니고 있는데 저축은행과 캐피탈은 역대 최대 여신규모(6.4조원)와 순이익(1,208억원)을 달성하고 추가로 부동산신탁사를 자회사로 편입하여 연결이익 증가에 기여할 전망이다.

〈그림1〉 순영업수익 구성



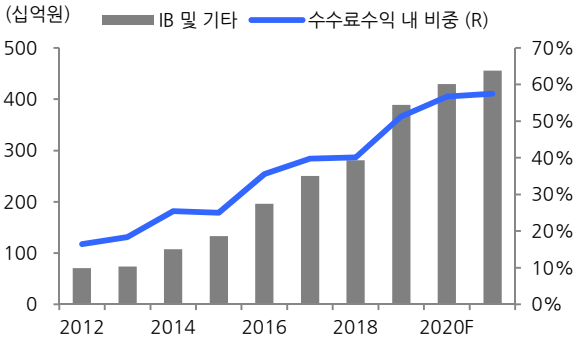
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림2〉 수수료 수익원별 비중 추이



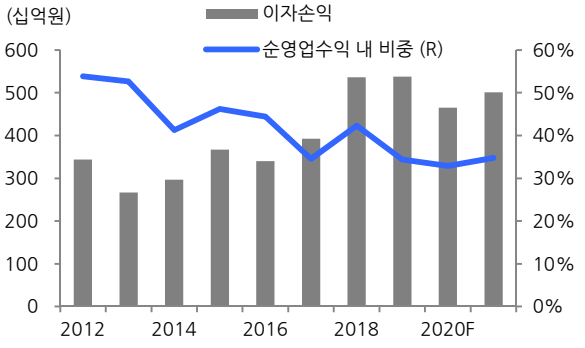
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림3〉 IB 및 기타 수익 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림4〉 별도 이자손익 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

〈표1〉 별도 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2019	2020F	2021F
순영업수익	464	422	376	303	390	1,564	1,413	1,448
순수수료이익	136	176	166	158	133	636	635	668
수수료수익	165	209	195	190	159	758	756	796
위탁매매	62	59	57	60	47	237	192	199
자산관리	31	37	34	30	33	132	135	137
IB 및 기타	73	113	103	100	80	389	429	460
수수료비용	29	33	29	32	26	122	121	127
이자손익	140	141	129	127	113	538	465	505
트레이딩 및 상품손익	76	60	53	-28	31	161	84	46
기타손익	112	44	28	45	112	229	229	229
판매비와 관리비	156	181	160	166	131	663	651	671
영업이익	308	240	216	136	259	901	762	777
영업외수익	1	3	7	4	1	15	15	15
영업외비용	1	1	9	7	1	19	19	19
세전이	308	242	213	133	259	897	759	774
법인세비용	72	67	39	47	71	226	209	213
당기순이익	236	175	174	86	188	671	550	561

자료: 회사자료, 현대차증권

〈표2〉 연결 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2019	2020F	2021F
순영업수익	545	555	313	455	430	1,868	1,782	1,866
순수수료이익	154	208	243	201	176	807	826	862
이자손익	250	264	99	209	197	822	816	900
트레이딩 및 상품손익	123	87	-37	13	38	187	84	44
기타손익	17	-4	8	31	18	52	56	60
판매비와 관리비	237	284	139	249	157	908	860	908
영업이익	309	272	174	206	273	960	922	959
영업외수익	52	26	18	70	53	165	167	168
영업외 용	0	0	0	45	0	45	45	45
세전이익	361	297	191	231	325	1,081	1,043	1,082
법인세비용	99	88	54	65	90	307	287	297
연결당기순이익	261	209	226	166	236	862	756	784
지배주주순이익	258	208	226	162	232	855	742	770
비지배주주순이익	3	1	-1	4	4	7	15	15

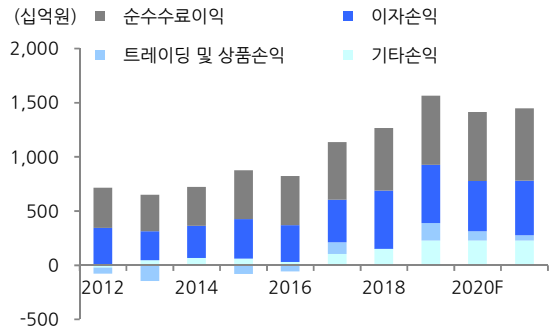
자료: 회사자료, 현대차증권

PL/BS 특징

한국금융지주는 수수료수익과 이자손익, 트레이딩 손익 모두 고르게 성장하며 안정성을 높이고 있다. 대형사임에도 위탁매매수수료의 규모는 크지 않은 반면에 WM과 전통적IB 딜에 강점을 지니고 있다.

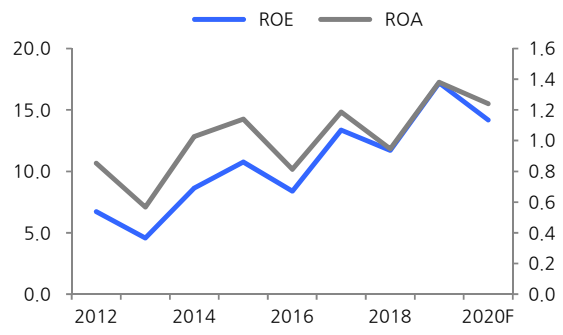
동사는 2019년 기준 ROE 17.2%를 달성하며 효율성 면에서 업계 최고 수준이다. ROA는 0.8~1.4%로 등락은 있으나 상승하는 추세를 보이며 마진과 회전율 측면에서도 우수하다. 재무 레버리지는 2019년말 기준 8.9배로 큰 폭의 자본 조달보다는 수익성위주의 성장이 예상된다.

<그림5> 별도 순영업수익 추이



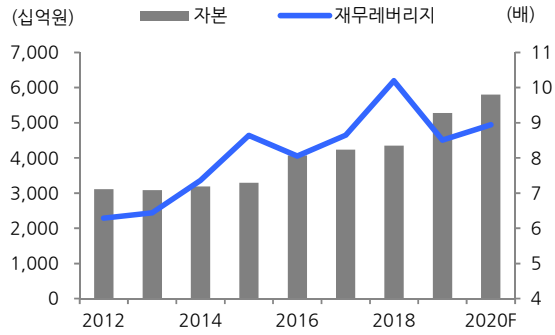
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림6> ROE와 ROA 추이



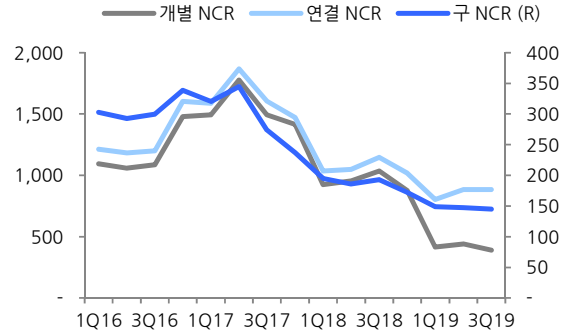
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림7> 재무레버리지와 자본규모 추이



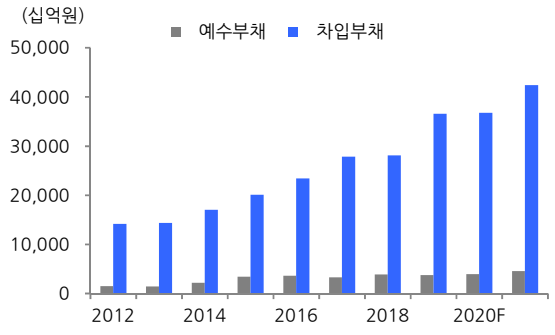
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림8> NCR 비율 추이



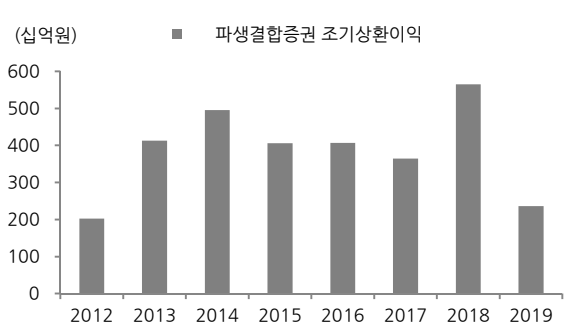
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림9> 예수부채 및 차입부채 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

<그림10> 파생결합증권 조기상환이익 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

Valuation 및 목표주가

목표주가 84,000원으로 커버리지를 개시한다. 2020F ROE는 14.2%로 현재 주가수준은 목표주가 대비 31.0% 저평가되어 있다고 판단한다.

ROE는 트레이딩손익과 이자손익 감소를 반영해 14.2%로 추정했다. 자본비용은 14.7%로 risk premium은 코스피의 역사적 리스크 프리미엄 수치를 적용했다. 무위험수익률은 국채 3년물 1년 평균 수치를 사용했다. 베타는 1) 부동산PF 규제를 반영한 신NCR 비율이 378%로 500%를 하회하는 점과, 2) 배당성향이 21% 수준인 점을 반영해 조정 베타(104주 beta의 110%)를 적용했다.

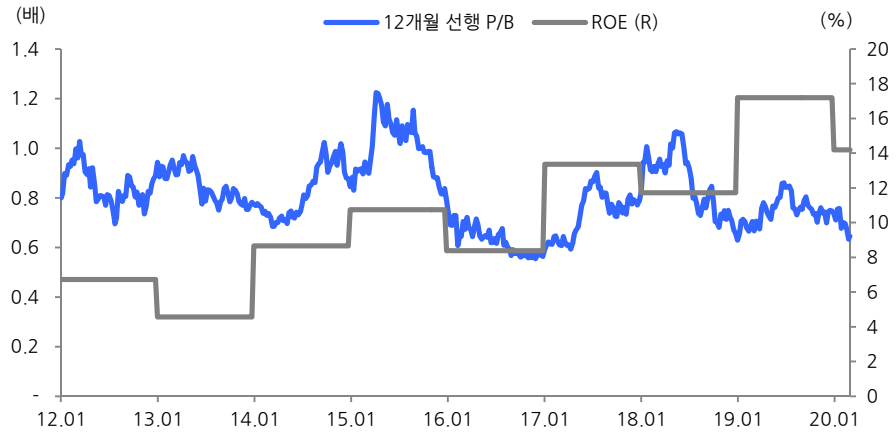
당사는 Valuation method로 잔존가치모형을 사용했는데 이는 1) 자본(BPS)과 효율성 지표인 ROE를 근거로 목표주가를 산정하는 방식이고 2) 배당금이 일정하지 않아도 사용 가능하기 때문이다. 참고로 주당배당금이 일정하다는 가정 하에 배당할인모형을 사용한 결과도 함께 제시하였다.

〈표3〉 Valuation (단위: 원, %, 배)

1. 잔존가치모형(Residual Income Model)		2. 배당할인모형(Dividend Discount Model)	
Valuation		Valuation	
2019 BPS	86,436	Target P/B (배)	1.0
2020F ROE	14.2	2020F BPS	92,678
COE	14.7	2 20F ROE	14.2
Risk-free rate	1.5	COE	14.7
Risk premium	10.3	Risk-free rate	1.5
조정 beta	1.3	Risk premium	10.3
Growth rate	0.0	조정 beta	1.3
목표주가	84,000	Growth rate	0.0
현재주가	64,100	목표주가	90,000
상승여력	31.0%	현재주가	64,100
		상승여력	40.4%

주: 조정 beta는 104주 beta 110% 수치
주: Growth rate은 0%로 가정
주: Risk free rate은 2019년 3년물 국채금리 평균, 104주 베타는 2019말 기준
자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권

〈그림11〉 ROE vs. P/B



자료: 회사자료, 현대차증권

(단위:십억원)

별도 포괄손익계산서	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익	1,136	1,268	1,564	1,413	1,448
순수수료이익	531	578	636	635	668
수수료수익	630	700	758	756	796
위탁매매	260	291	237	192	199
자산관리	120	129	132	135	137
IB 및 기타	251	281	389	429	460
수수료비용	99	122	122	121	127
이자손익	392	536	538	465	505
트레이딩 및 상품손익	108	0	161	84	46
기타손익	104	153	229	229	229
판매비와 관리비	532	597	663	651	671
영업이익	603	671	901	762	777
영업외수익	7	7	15	15	15
영업외비용	19	18	19	19	19
세전이익	591	659	897	759	774
법인세비용	119	156	226	209	213
당기순이익	472	504	671	550	561

(단위:원,배,십억원)

별도 재무상태표	2017	2018	2019	2020F	2021F
자산	37,545	44,351	51,204	51,950	61,113
현금 및 예치금	6,274	8,182	6,662	6,759	7,951
유가증권	25,855	30,720	36,182	36,709	43,184
대출채권	3,352	3,692	4,250	4,295	4,457
유형자산	248	253	326	331	390
무형자산	50	57	54	55	64
투자부동산	65	41	41	42	49
기타자산	1,701	2,131	2,135	3,759	5,018
부채	33,303	40,001	45,927	46,144	54,740
예수부채	3,342	3,897	3,758	3,939	4,698
차입부채	27,820	28,121	36,574	36,746	43,592
기타충당부채	42	46	13	13	16
이연법인세부채	6	24	55	55	66
기타부채	2,092	7,912	5,527	5,553	6,587
자본	4,242	4,350	5,277	5,806	6,373
자본금	176	176	176	176	176
자본잉여금	3,053	3,053	3,830	3,830	3,830
이익잉여금	816	950	1,174	1,724	2,285
기타자본	197	172	98	77	83

(단위: %)

별도 ROA 분해	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익 구성					
순수수료이익	46.8	45.6	40.7	45.0	46.2
수수료수익	55.5	55.2	48.5	53.5	54.9
위탁매매	22.9	22.9	15.2	13.6	13.7
자산관리	10.6	10.1	8.4	9.5	9.5
IB 및 기타	22.1	22.1	24.9	30.4	31.7
이자손익	34.5	42.3	34.4	32.9	34.9
트레이딩 및 상품손익	9.5	0.0	10.3	5.9	3.2
기타손익	9.2	12.0	14.6	16.2	15.8

(단위:십억원)

연결 재무제표	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익	1,448	1,541	1,868	1,782	1,866
순수수료이익	656	708	807	826	862
이자손익	563	888	822	816	900
트레이딩 및 상품손익	189	-148	187	84	44
기타손익	41	94	52	56	60
판매비와 관리비	794	919	908	860	908
영업이익	654	622	960	922	959
영업외수익	30	117	165	167	168
영업외비용	40	25	45	45	45
세전이익	643	715	1,081	1,043	1,082
법인세비용	180	199	307	287	297
연결당기순이익	463	516	862	756	784
지배주주순이익	510	529	855	742	770
비지배주주순이익	-47	-14	7	15	15
자산	48,743	62,948	60,854	58,704	68,584
부채	44,606	58,050	55,806	54,495	63,622
자본	4,137	4,898	5,048	5,412	6,165

(단위: 원, %)

주요 투자지표	2017	2018	2019	2020F	2021F
Valuation					
P/B	1.04	0.80	0.83	0.78	0.68
P/E	7.9	6.6	5.0	5.7	5.5
배당수익률	2.2%	2.9%	3.5%	3.5%	3.6%
주당지표					
BPS	66,033	73,919	86,436	92,678	105,569
EPS	8,731	9,062	14,439	12,706	13,180
DPS	1,514	1,704	2,500	2,500	2,600
성장성					
BPS 성장률	14.2%	11.9%	16.9%	7.2%	13.9%
EPS 성장률	82.5%	3.8%	59.3%	-12.0%	3.7%
수익성					
ROE	13.4	11.7	17.2	14.2	13.3
ROA	1.2	0.9	1.4	1.2	1.2
비용/수익비율	46.9	47.1	42.4	46.1	46.3
영업이익률	45.2	40.4	51.4	51.7	51.4
세전이익률	44.4	46.4	57.8	58.6	58.0
순이익률	35.2	34.3	45.8	41.6	41.2
재무레버리지 (별도)	8.7	10.2	8.5	8.9	9.6

(단위: %)

연결 ROA 분해	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익 구성					
순수수료이익	45.3	45.9	43.2	46.4	46.2
이자손익	38.9	57.6	44.0	45.8	48.2
트레이딩 및 상품손익	13.0	-9.6	10.0	4.7	2.4
기타손익	2.8	6.1	2.8	3.1	3.2
자산회전율					
순수수료이익	1.35	1.13	1.33	1.41	1.26
이자손익	1.15	1.41	1.35	1.39	1.31
트레이딩 및 상품손익	0.39	-0.24	0.31	0.14	0.06
기타손익	0.08	0.15	0.09	0.10	0.09

Company Report

2020. 03. 05

메리츠종금증권(008560)

BUY / TP 4,500원

COVERAGE INITIATION

Analyst 김현기 02) 3787-2335 khyunki@hmsec.com

사업구조 변화의 한 해

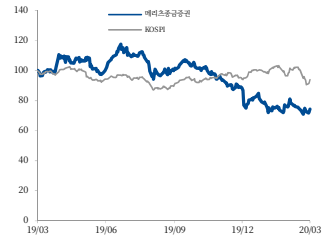
현재주가 (03/04)	3,555원
상승여력	26.6%
시가총액	2,195십억원
발행주식수	617,311천주
자본금/액면가	717십억원/1,000원
52주 최고가/최저가	5,630원/3,395원
일평균 거래대금 (60일)	9십억원
외국인지분율	16.07%
주요주주	메리츠금융지주 외 3인
	44.80%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-2.6	-15.8	-26.3
상대주가(%p)	2.1	-15.4	-28.9

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(19)	EPS(20F)	T/P
Before			
After	899	634	4,500
Consensus	692	650	4,925
Cons. 차이	29.9%	-2.5%	-8.6%

최근 12개월 주가 수익률



자료: FnGuide, 현대차 권

1) 투자포인트 및 결론

- 목표주가 4,500원과 Buy rating 제시하며 커버리지 개시
- 동사는 부동산PF에 강점을 지니며 2012년부터 이자손익이 급격히 증가하며 빠르게 성장함. 이자손익을 통해 안정적인 성장을 지속하며 증권업 중 가장 높은 ROE 수준 시현
- 올해는 부동산PF 규제로 인해 부동산PF 셀다운 물량이 증가하며 사업구조 또한 변경될 전망. 과거 대출 위주에서 투자 위주의 포트폴리오로 변화를 확인할 수 있는 해가 될 것

2) 주요이슈 및 실적전망

- 올해 별도/연결 순이익은 전년동기대비 각각 33.2%, 24.5% YoY 감소할 전망. 이는 규제 당국의 부동산PF 규제로 인한 것으로 부동산PF 위주의 고성장을 이어오던 동사의 성장성은 다소 주춤할 것으로 예상
- 올해는 수수료 손익이 증가하며 이자손익 감소를 상쇄할 전망. 수수료 손익 중에서도 부동산 PF 셀다운 물량 증가로 IB 및 기타수수료가 증가할 것이며 올해 전통 ECM/DCM 마켓도 대형 딜이 예정되어 있어 양호한 수준으로 달성 가능할 듯
- 1분기 별도/연결 순이익은 전년동기대비 각각 13.3%, 24.9% 감소할 전망. 부동산PF 규제로 인해 이자이익이 감소하기 때문. 이미 1분기 중 타 보험사로의 부동산 채무보증 물량 셀다운 진행 중인 것으로 추정
- 트레이딩 및 상품 손익은 전년대비 감소할 전망. 올해는 금리 인하가 많아야 한 차례 정도로 예상되어 운용평가이익이 크지 않을 것으로 예상하기 때문
- 건전성 지표인 NPL비율이 3분기부터 상승하기 시작했는데 현재 고정이하로 분류된 채권 3건 중 HNA를 제외하고 해결된 상태. HNA건도 HGS 지분 51%를 담보로 하고 있고 올해 안으로 해결할 계획

3) 주가전망 및 Valuation

- 목표주가는 잔존가치모형으로 산출(2020F ROE 10.0%, COE 13.3%)

요약 실적 및 Valuation

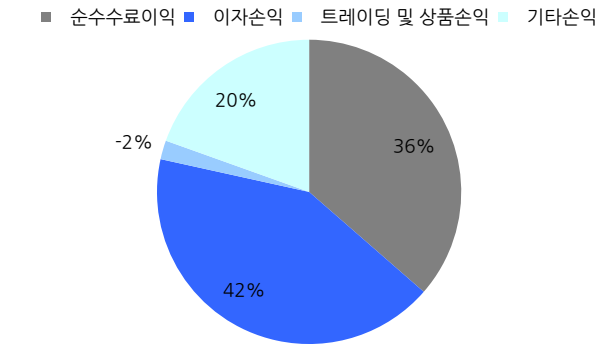
구분	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	증감율 (%)	BPS (원)	EPS (원)	P/B (배)	P/E (배)	ROAE (%)	ROAA (%)	배당수익률 (%)
2017	848	444	351	38.3	4,764	637	0.96	7.2	14.3	1.72	4.4
2018	1,034	532	431	22.8	5,107	708	0.84	6.0	14.3	1.58	4.7
2019	1,159	680	555	28.7	6,032	899	0.64	4.3	16.1	1.60	5.2
2020F	825	515	418	-24.5	6,635	634	0.58	6.1	10.0	1.02	5.2
2021F	873	553	446	6.5	7,250	675	0.53	5.7	9.7	0.93	5.2

* K-IFRS 연결 기준

투자포인트: 대출회사에서 투자회사로

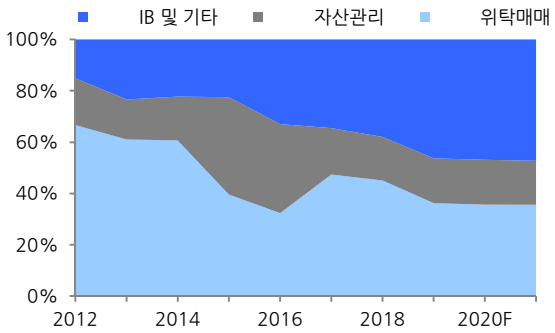
2020년은 동사의 사업구조 변경에 따라 손익 구성의 변화가 일어나는 한 해가 될 것이다. 다만 정부의 부동산PF 규제가 당장 반영되지 않고 시간을 두며 가중치가 적용되기 때문에 손익 감소는 서서히 일어날 것으로 전망한다. 그러나 그 과정에서 채무보증을 줄이기 위해 셀다운 물량이 증가하며 수수료손익이 증가하고 이자손익은 감소하는 추세를 보일 것으로 전망한다. 과거 양질의 대출 위주의 사업을 구가했다면 이제는 딜과 Book을 통한 투자와 포트폴리오로 변경될 것이다. 그 중에서도 현금성 좋은 해외 대체투자 중심으로 성장이 전망된다.

<그림1> 순영업수익 구성



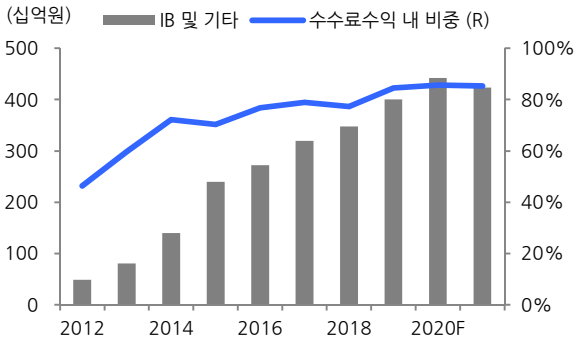
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림2> 수수료 수익원별 비중 추이



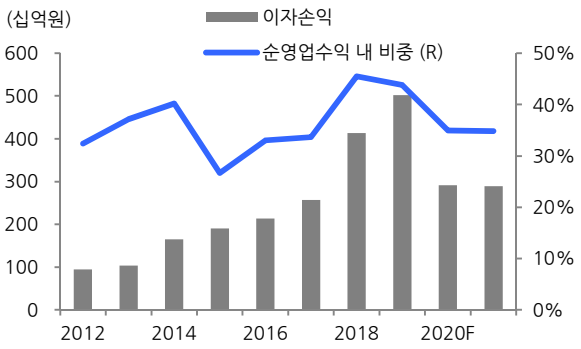
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림3> IB 및 기타 수익 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

<그림4> 별도 이자손익 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

〈표1〉 별도 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2019	2020F	2021F
순영업수익	249	396	195	306	210	1,146	829	816
순수수료이익	101	104	86	143	106	434	470	454
수수료수익	110	115	95	153	116	473	511	494
위탁매매	16	15	13	17	14	61	57	59
자산관리	3	3	3	3	3	12	14	15
IB 및 기타	91	97	80	133	99	400	440	420
수수료비용	9	10	9	10	10	39	42	40
이자손익	120	128	128	126	74	502	287	279
트레이딩 및 상품손익	-11	-2	-32	20	2	-24	-31	-25
기타손익	39	165	13	17	29	233	103	108
판매비와 관리비	96	127	95	105	81	423	309	306
영업이익	153	269	100	201	129	723	520	510
영업외수익	14	29	20	2	14	64	39	39
영업외비용	0	2	0	8	0	10	10	10
세전이	166	295	120	195	143	777	549	539
법인세비용	47	49	33	51	39	181	151	148
당기순이익	119	246	87	144	103	596	398	391

자료: 회사자료, 현대차증권

〈표2〉 연결 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2019	2020F	2021F
순영업수익	276	311	229	343	194	1,159	825	873
순수수료이익	97	101	75	132	99	405	436	420
이 손익	175	191	191	149	96	706	385	362
트레이딩 및 상품손익	-23	-7	-40	44	1	-27	-18	-8
기타손익	28	27	3	17	-1	74	22	99
판매비와 관리비	110	144	109	116	77	479	310	321
영업이익	166	167	121	226	117	680	515	553
영업외수익	32	41	28	11	31	113	84	80
영업외비용	3	3	7	13	2	26	22	18
세전이익	195	205	142	225	146	767	577	615
법인세비용	54	59	38	62	40	212	159	169
연결당기순이익	141	146	104	163	106	555	418	446
지배주주순이익	141	146	104	163	106	555	418	446
비지배주주순이익	0	0	0	0	0	0	0	0

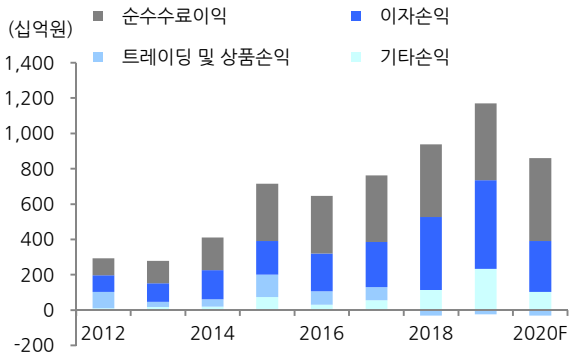
자료: 회사자료, 현대차증권

PL/BS 특징

메리츠종금증권은 부동산PF에 특화된 영업활동으로 이자손익 부문에서 독보적인 경쟁력을 가지고 있다. 타 대형 증권사와는 달리 부동산PF 물량을 셀다운 하기보다는 보유하며 이자손익을 향유하는 구조를 보인다. 2019년 별도 기준 순영업수익 중 이자손익이 43.8%로 가장 크게 기여하고 있고 수수료손익 중 대부분이 IB 및 기타 손익으로 구성된다.

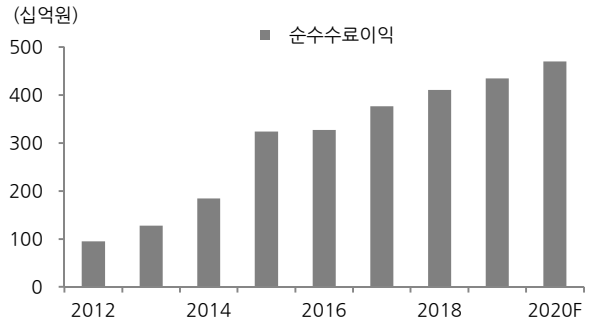
조달부문에서 올해 4월 종금라이센스가 종료되면 종금계정으로 발행한 발행어음은 소멸될 것으로 예상한다. 또한 대출 위주가 아닌 투자와 포트폴리오 위주로 사업구조가 변경되면 이미 4조원 이상인 자본 규모에서 대형화할 유인이 없기 때문에 자본 규모를 크게 증가시키지 않을 것으로 전망한다. 부족한 자금은 신종자본증권 등을 통해 조달할 것으로 판단한다. 레버리지 비율은 2019년 말 기준 7.7배로 상한선인 11배까지는 조달 여력이 있는 편이다.

<그림5> 별도 순영업수익 추이



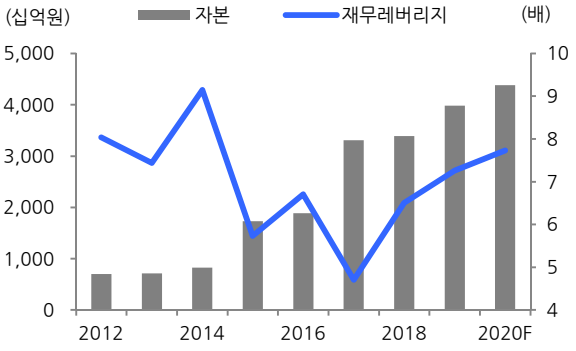
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림6> 순수수료수익 추이



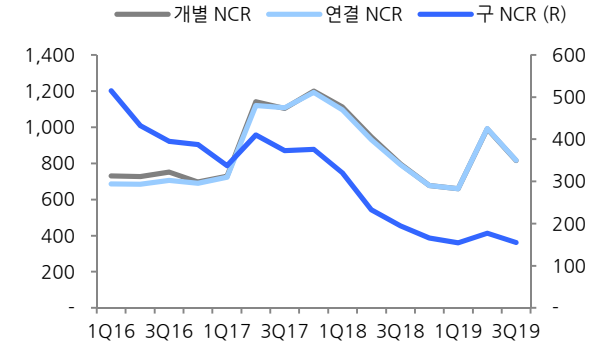
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림7> 재무레버리지와 자본규모 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

<그림8> NCR 비율 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

Valuation 및 목표주가

목표주가 4,500원으로 커버리지를 개시한다. 2020F ROE는 10.0%로 현재 주가수준은 목표주가 대비 26.6% 저평가되어 있다고 판단한다.

ROE는 이자손익 감소를 반영해 10.0%로 추정했다. 자본비용은 13.3%로 risk premium은 코스피의 역사적 리스크 프리미엄 수치를 적용했다. 무위험수익률은 국채 3년물 1년 평균 수치를 사용했다. 베타는 1) 부동산PF 규제를 반영한 신 NCR비율이 -584%로 다소 낮아진 점과, 2) 배당성향이 28%수준인 점을 반영해 조정 베타(104주 beta의 110%)를 적용했다.

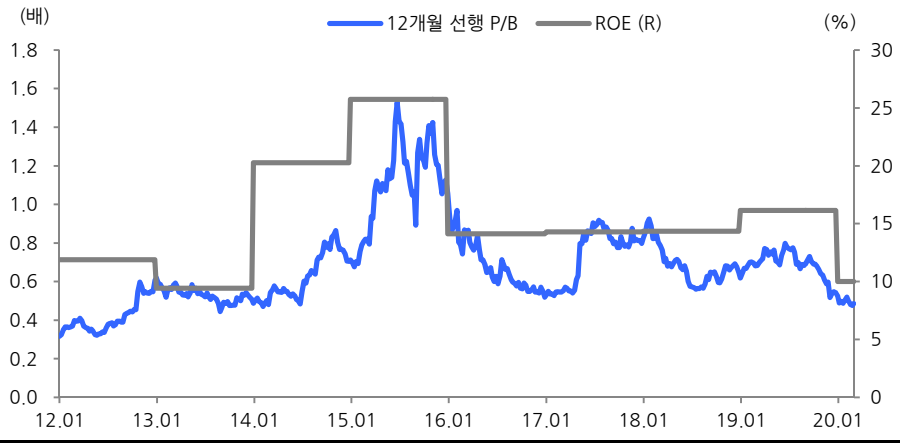
당사는 Valuation method로 잔존가치모형을 사용했는데 이는 1) 자본(BPS)과 효율성 지표인 ROE를 근거로 목표주가를 산정하는 방식이고 2) 배당금이 일정하지 않아도 사용 가능하기 때문이다. 참고로 주당배당금이 일정하다는 가정 하에 배당할인모형을 사용한 결과도 함께 제시하였다.

〈표3〉 Valuation (단위: 원, %, 배)

1. 잔존가치모형(Residual Income Model)		2. 배당할인모형(Dividend Discount Model)	
Valuation		Valuation	
2019 BPS	6,032	Target P/B (배)	0.8
2020F ROE	10.0	2020F BPS	6,635
COE	13.3	2020F ROE	10.0
Risk-free rate	1.5	COE	13.3
Risk premium	10.3	Risk-free rate	1.5
조정 beta	1.1	Risk premium	10.3
Growth rate	0.0	조정 beta	1.1
목표주가	4,500	Growth rate	0.0
현재주가	3,555	목표주가	5,000
상승여력	26.6%	현재주가	3,555
		상승여력	40.6%

주: 조정 beta는 104주 beta의 110% 수치
주: Growth rate은 0%로 가정
주: Risk free rate은 2019년 3년물 국채금리 평균, 104주 베타는 2019말 기준
자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권

〈그림9〉 ROE vs. P/B



자료: 회사자료, 현대차증권

(단위:십억원)

별도 포괄손익계산서	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익	763	908	1,146	829	816
순수수료이익	377	411	434	470	454
수수료수익	405	450	473	511	494
위탁매매	75	89	61	57	59
자산관리	11	13	12	14	15
IB 및 기타	320	348	400	440	420
수수료비용	29	39	39	42	40
이자손익	257	413	502	287	279
트레이딩 및 상품손익	73	-30	-24	-31	-25
기타손익	56	114	233	103	108
판매비와 관리비	372	437	423	309	306
영업이익	391	471	723	520	510
영업외수익	7	22	64	39	39
영업외비용	3	16	10	10	10
세전이익	396	477	777	549	539
법인세비용	95	128	181	151	148
당기순이익	300	349	596	398	391

(단위:십억원)

연결 재무제표	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익	848	1,034	1,159	825	873
순수수료이익	371	369	405	436	420
이자손익	363	642	706	385	362
트레이딩 및 상품손익	80	-45	-27	-18	-8
기타손익	35	69	74	22	99
판매비와 관리비	405	502	479	310	321
영업이익	444	532	680	515	553
영업외수익	28	85	113	84	80
영업외비용	5	28	26	22	18
세전이익	466	589	767	577	615
법인세비용	111	155	212	159	169
연결당기순이익	355	434	555	418	446
지배주주순이익	351	431	555	418	446
비지배주주순이익	4	3	-	-	-
자산	23,451	31,161	37,987	43,753	52,075
부채	20,138	27,688	33,968	39,314	47,176
자본	3,313	3,473	4,019	4,438	4,899

(단위:원,배,십억원)

별도 재무상태표	2017	2018	2019	2020F	2021F
자산	17,984	23,685	29,734	33,900	40,150
현금 및 예치금	1,212	1,340	1,597	1,821	2,157
유가증권	11,743	14,417	20,366	23,219	27,500
대출채권	3,844	6,803	4,368	4,827	5,116
유형자산	95	92	40	46	54
무형자산	32	32	32	18	23
투자부동산	16	12	10	-30	-31
기타자산	1,042	988	3,321	3,999	5,331
부채	14,673	20,294	25,750	29,517	35,361
예수부채	684	585	1,291	1,105	1,258
차입부채	13,131	18,721	22,991	26,731	32,088
기타충당부채	2	21	24	27	33
이연법인세부채	-	-	-	-	-
기타부채	856	966	1,443	1,654	1,982
자본	3,311	3,392	3,984	4,383	4,789
자본금	717	717	717	717	717
자본잉여금	1,579	1,579	1,579	1,579	1,579
이익잉여금	943	1,022	1,406	1,804	2,195
기타자본	82	83	291	292	307

(단위: 원,%)

주요 투자지표	2017	2018	2019	2020F	2021F
Valuation					
P/B	1.0	0.8	0.6	0.6	0.5
P/E	7.2	6.0	4.3	6.1	5.7
배당수익률	4.4%	4.7%	5.2%	5.2%	5.2%
주당지표					
BPS	4,764	5,107	6,032	6,635	7,250
EPS	637	708	899	634	675
DPS	200	200	200	200	200
성장성					
BPS 성장률	15.0%	7.2%	18.1%	10.0%	9.3%
EPS 성장률	13.8%	11.1%	26.9%	-29.5%	6.5%
수익성					
ROE	14.3	14.3	16.1	10.0	9.7
ROA	1.7	1.6	1.6	1.0	0.9
비용/수익비율	48.7	48.2	36.9	37.3	37.5
영업이익률	52.3	51.5	58.7	62.5	63.3
세전이익률	55.0	57.0	66.2	70.0	70.4
순이익률	41.4	41.7	47.9	50.7	51.0
재무레버리지 (별도)	4.7	6.5	7.3	7.7	8.4

(단위: %)

별도 ROA 분해	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익 구성					
순수수료이익	49.4	45.2	37.9	56.7	55.6
수수료수익	53.1	49.5	41.3	61.7	60.5
위탁매매	9.8	9.8	5.3	6.9	7.2
자산관리	1.5	1.4	1.1	1.7	1.8
IB 및 기타	41.9	38.3	34.9	53.1	51.5
이자손익	33.7	45.5	43.8	34.6	34.1
트레이딩 및 상품손익	9.6	-3.3	-2.1	-3.7	-3.0
기타손익	7.3	12.6	20.4	12.5	13.3

(단위: %)

연결 ROA 분해	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익 구성					
순수수료이익	43.7	35.6	35.0	52.9	48.1
이자손익	42.8	62.0	61.0	46.6	41.5
트레이딩 및 상품손익	9.4	-4.4	-2.3	-2.2	-0.9
기타손익	4.1	6.7	6.4	2.7	11.3
자산회전율					
순수수료이익	1.58	1.18	1.07	1.00	0.81
이자손익	1.55	2.06	1.86	0.88	0.70
트레이딩 및 상품손익	0.34	-0.15	-0.07	-0.04	-0.02
기타손익	0.15	0.22	0.20	0.05	0.19

Company Report

2020. 03. 05

NH투자증권(005940)

BUY / TP 13,000원

COVERAGE INITIATION

Analyst 김현기 02) 3787-2335 khyunki@hmsec.com

리그테이블 위의 강자

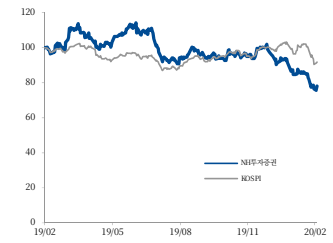
현재주가 (03/04)	10,450원
상승여력	24.4%
시가총액	2,870십억원
발행주식수	281,409천주
자본금/액면가	1,531십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	14,900원/9,880원
일평균 거래대금 (60일)	10십억원
외국인지분율	14.72%
주요주주	농협금융지주 외 1인 49.11%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-7.7	-18.7	-16.4
상대주가(%p)	-2.9	-15.9	-18.4

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(19)	EPS(20F)	T/P
Before			
After	1,587	1,354	13,000
Consensus	1,654	1,453	16,073
Cons. 차이	-4.0%	-6.8%	-19.1%

최근 12개월 주가 수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 목표주가 13,000원과 Buy rating 제시하며 커버리지 개시
- 투자포인트는 1) IB 비즈니스 경쟁력에 따른 IB 수수료 증가 2) 배당성향 45%를 상회하는 주주친화정책
- 올해 별도/연결 순이익은 전년대비 각각 12.3%, 10.4% 감소하지만 이는 4Q19 본사매각익(세전 900억원)에 의한 일회성 이익 소멸, 금리인하에 따른 트레이딩 손익 호조로 인한 기저효과 영향

2) 주요이슈 및 실적전망

- 1분기 별도/연결 순이익은 전년동기대비 각각 10.6%, 17.3% 감소할 전망. 2019년 1분기 트레이딩 및 상품 손익의 호조로 인한 기저효과 영향으로 타사 대비 트레이딩 손익의 비중이 크지 않아 상대적으로 하락폭이 적음
- 올해 순수수료손익은 전년대비 7.5% 증가할 전망. 동사 4분기 말 구NCR비율은 158%로 다소 상승했으나 이는 3분기에 자본비율 150%을 하회하는 상황이었기 때문으로 판단. 수수료손익 증가는 부동산PF 셀다운 물량 증가와 IB딜 증가가 이끌 전망
- 이자손익은 올해도 증가할 것이나 성장세는 다소 둔화될 것. 이는 주로 부동산 PF 규제로 인한 영향
- 트레이딩 및 상품운용 손익은 전년대비 감소 전망. 올해는 기준금리 인하가 많아야 한 차례 정도로 예상되어 채권운용 손이익 작년대비 줄어들기 때문
- 올해 예상 배당수익률은 5.0%에 달하며 커버리지 기업 중 가장 높은 배당수익률과 배당성향을 보임. 이익의 안정성과 주주 친화적 배당정책도 매력적

3) 주가전망 및 Valuation

- 목표주가는 잔존가치모형으로 산출(2020F ROE 7.4%, COE 10.1%)

요약 실적 및 Valuation

구분	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	증감율 (%)	BPS (원)	EPS (원)	P/B (배)	P/E (배)	ROAE (%)	ROAA (%)	배당수익률 (%)
2017	1,168	459	350	48.3	16,138	1,167	0.86	11.9	7.4	0.81	3.6
2018	1,232	540	361	3.1	16,863	1,203	0.77	10.8	7.3	0.74	3.8
2019	1,387	575	476	31.8	17,999	1,587	0.72	8.2	9.2	0.92	5.0
2020F	1,417	587	406	-14.7	19,445	1,354	0.67	9.6	7.4	0.80	5.0
2021F	1,490	608	422	3.9	20,986	1,408	0.62	9.2	7.1	0.77	5.4

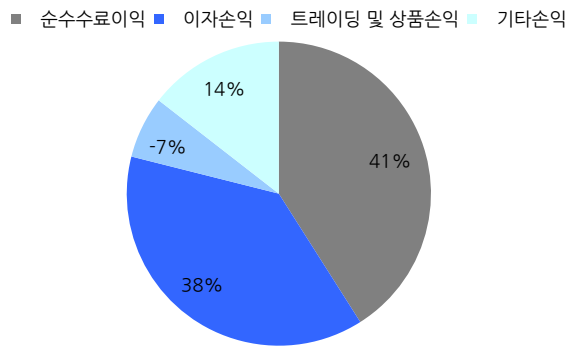
*K-IFRS 연결 기준

투자포인트: IB 부문의 절대 강자

NH투자증권은 ECM/DCM 리그테이블 1위를 차지하는 등 IB부문에 경쟁력을 가지고 있다. 투자포인트는 1) 발행어음 확대를 통해 이자손익 보완, 2) 안정적인 사업구조 3) 높은 배당성향이다.

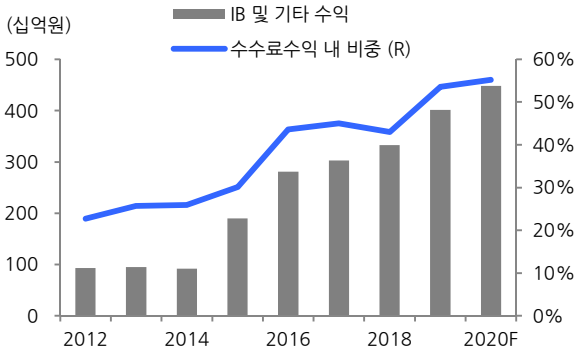
2019년 말 기준 발행어음 잔고는 4.1조원 수준으로 올해는 6조원 수준까지 증가가 예상된다. 발행어음 잔고가 자본대비 70%에 불구해 앞으로 추가적인 수익원이 될 전망이다. 또한, 2019년 타사의 경우 트레이딩 손익에서 일시적으로 호조세를 보였는데 동사의 경우 트레이딩 손익의 비중이 크지 않아 올해 이익 가시성은 보다 높은 상황이다. 마지막으로 동사는 대표적인 배당주로 꼽히는데 올해 예상 배당성향은 48%로 전망되며 배당수익률은 5.0%로 증권업 내에서 가장 높은 배당수익률을 보이는 점 또한 매력적이다.

<그림1> 순영업수익 구성



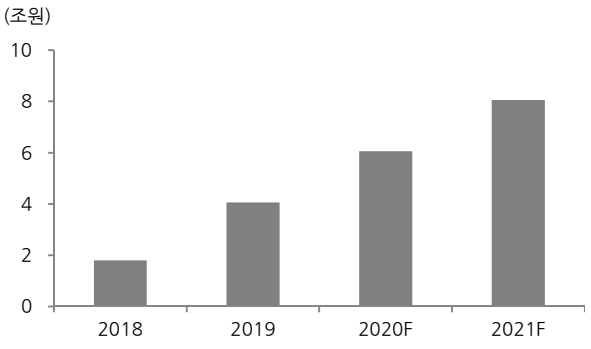
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림2> 별도 기준 IB 수익 추이



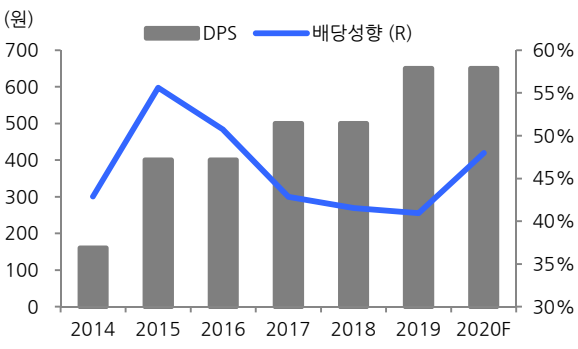
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림3> 발행어음 잔고 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

<그림4> DPS와 배당성향 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

〈표1〉 별도 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2019	2020F	2021F
순영업수익	408	330	286	267	371	1,291	1,320	1,384
순수수료이익	172	160	139	142	177	613	660	688
수수료수익	204	198	171	176	216	749	811	848
위탁매매	68	70	62	66	68	267	281	290
자산관리	20	21	22	19	20	81	82	84
IB 및 기타	116	107	87	91	127	402	448	473
수수료비용	32	38	32	34	39	136	152	159
이자손익	150	141	138	139	138	568	556	587
트레이딩 및 상품손익	43	-32	-48	-62	13	-99	-113	-107
기타손익	43	60	19	56	43	217	217	217
판매비와 관리비	201	190	178	200	182	768	772	816
영업이익	207	140	108	67	189	523	548	569
영업외수익	1	1	1	89	1	93	8	8
영업외비용	9	11	8	8	9	36	35	35
세전이	200	130	102	148	181	580	520	542
법 세비용	53	36	25	36	50	150	143	149
당기순이익	147	95	76	112	131	430	377	393

자료: 회사자료, 현대차증권

〈표2〉 연결 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2019	2020F	2021F
순영업수익	446	353	308	280	398	1,387	1,417	1,490
순수수료이익	174	147	128	149	173	598	646	677
이자손익	164	162	157	152	160	635	648	690
트레이딩 상품손익	69	-15	-49	-53	26	-47	-73	-69
기타손익	39	59	72	31	39	201	195	193
판매비와 관리비	209	201	190	212	196	812	830	882
영업이익	237	153	117	68	202	575	587	608
영업외수익	2	4	2	89	2	97	12	12
영업외비용	9	12	10	9	9	39	39	39
세전이익	230	145	110	149	195	633	560	582
법인세비용	58	37	29	32	54	157	154	160
연결당기순이익	172	108	81	116	142	476	406	422
지배주주순이익	171	107	81	116	142	476	406	422
비지배주주순이익	0	0	0	0	0	1	0	0

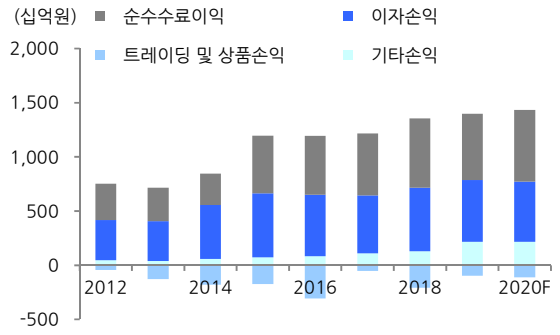
자료: 회사자료, 현대차증권

PL/BS 특징

NH투자증권은 2019년 기준 이자손익의 비중이 40%를 넘는 수준으로 안정적인 이익의 비중이 높다. 또한 IB 및 기타 수수료의 비중이 수수료수익 중 가장 큰 비중을 차지하며 IB부문에 강점을 가진다.

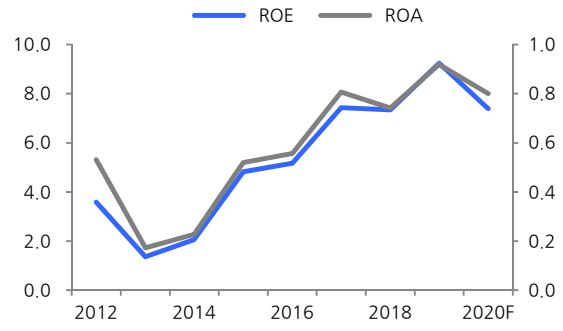
조달부문은 레버리지 비율은 2019년 기준으로 8.6배 수준이다. 레버리지 비율은 크게 증가하지 않았지만 ROE 수준이 지속적으로 증가했던 원인은 ROA 증가에 기인한다. 자본 규모는 한국투자증권과 비슷하나 ROE가 2배 가까이 차이가 나는 이유는 트레이딩 손익의 영향으로 판단한다.

〈그림5〉 별도 순영업수익 추이



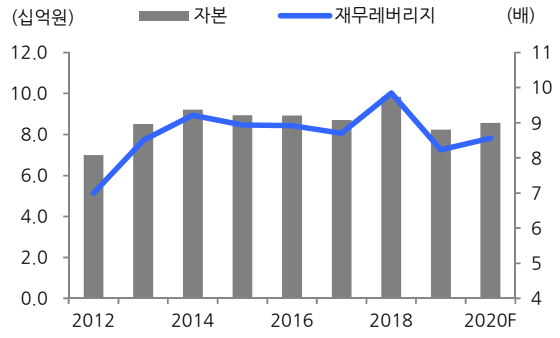
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림6〉 ROE와 ROA 추이



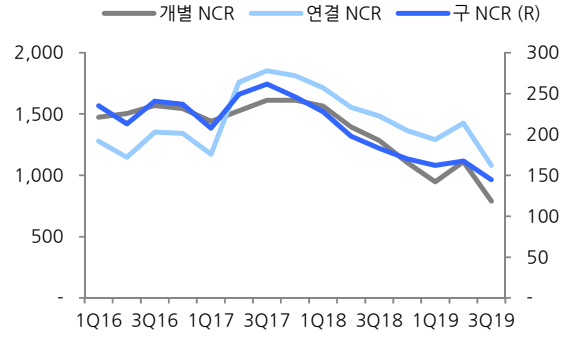
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림7〉 재무레버리지와 자본규모 추이



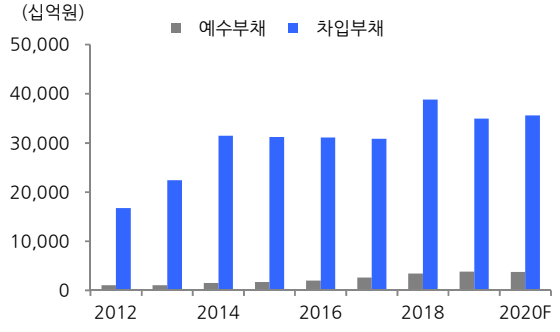
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림8〉 NCR 비율 추이



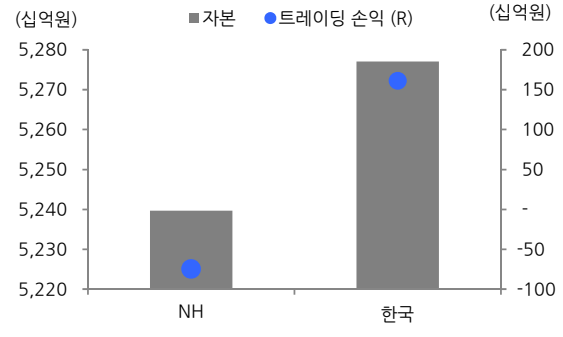
자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림9〉 예수부채 및 차입부채 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

〈그림10〉 자본규모와 트레이딩 손익



자료: 회사자료, 현대차증권

Valuation 및 목표주가

목표주가 13,000원으로 커버리지를 개시한다. 2020F ROE는 7.4%로 현재 주가수준은 목표주가 대비 24.4% 저평가되어 있다고 판단한다.

ROE는 IB수수료증가와 이자손익 증가를 반영해 7.4%로 추정했다. 자본비용은 10.1%로 risk premium은 코스피의 역사적 리스크 프리미엄 수치를 적용했다. 무위험수익률은 국채 3년물 1년 평균 수치를 사용했다. 베타는 1) 부동산PF 규제를 반영한 신NCR 비율이 605%로 500%를 상회하는 점과, 2) 배당성향이 45%에 달하는 점을 감안해 조정 베타(104주 beta의 70%)를 적용했다.

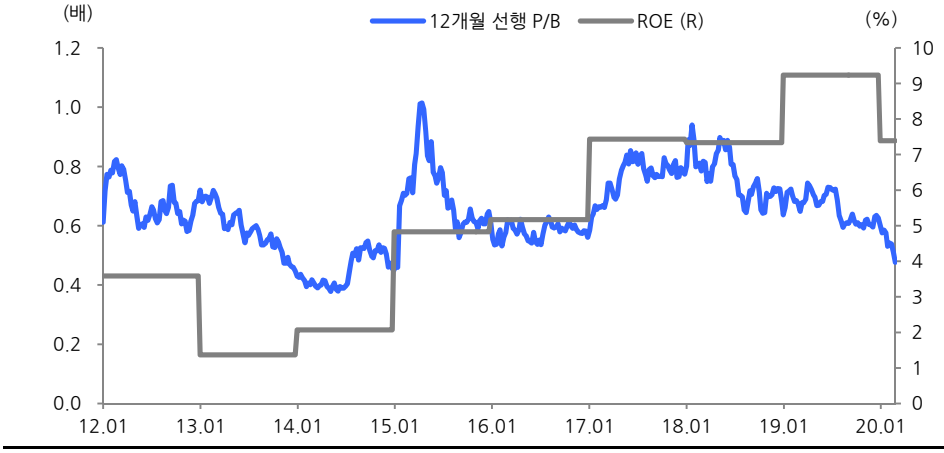
당사는 Valuation method로 잔존가치모형을 사용했는데 이는 1) 자본(BPS)과 효율성 지표인 ROE를 근거로 목표주가를 산정하는 방식이고 2) 배당금이 일정하지 않아도 사용 가능하기 때문이다. 참고로 주당배당금이 일정하다는 가정 하에 배당할인모형을 사용한 결과도 함께 제시하였다.

〈표3〉 Valuation (단위: 원, %, 배)

1. 잔존가치모형(Residual income Model)		2. 배당할인모형(Dividend Discount Model)	
Valuation		Valuation	
2019 BPS	17,999	Target P/B (배)	0.7
2020F ROE	7.4	2020F BPS	19,445
COE	10.1	2020F ROE	7.4
Risk-free rate	1.5	COE	10.1
Risk premium	10.3	Risk-free rate	1.5
조정 beta	0.8	Risk premium	10.3
Growth rate	0.0	조정 beta	0.8
목표주가	13,000	Growth rate	0.0
현재주가	10,450	목표주가	14,000
상승여력	24.4%	현재주가	10,450
		상승여력	34.0%

주: 조정 beta는 104주 beta 70% 수치
주: Growth rate은 0%로 가정
주: Risk free rate은 2019년 3년물 국채금리 평균, 104주 베타는 2019말 기준
자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권

〈그림11〉 ROE vs. P/B



자료: 회사자료, 현대차증권

(단위:십억원)

별도 포괄손익계산서	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익	1,164	1,146	1,291	1,320	1,384
순수수료이익	572	638	613	660	688
수수료수익	672	774	749	811	848
위탁매매	305	363	267	281	290
자산관리	64	78	81	82	84
IB 및 기타	303	333	402	448	473
수수료비용	100	136	136	152	159
이자손익	536	588	568	556	587
트레이딩 및 상품손익	-52	-209	-99	-113	-107
기타손익	108	128	217	217	217
판매비와 관리비	678	655	768	772	816
영업이익	486	491	523	548	569
영업외수익	8	9	93	8	8
영업외비용	41	37	36	35	35
세전이익	453	463	580	520	542
법인세비용	99	139	150	143	149
당기순이익	354	324	430	377	393

(단위:원,배,십억원)

별도 재무상태표	2017	2018	2019	2020F	2021F
자산	41,986	51,124	47,601	48,733	55,922
현금 및 예치금	5,713	5,073	3,675	3,762	4,317
유가증권	28,718	34,015	34,708	35,533	40,775
대출채권	4,026	4,644	5,399	5,359	5,521
유형자산	296	291	119	122	140
무형자산	16	14	14	14	16
투자부동산	59	51	56	57	65
기타자산	3,159	7,037	3,631	3,886	5,088
부채	37,162	46,113	42,314	43,042	49,798
예수부채	2,622	3,458	3,848	3,791	4,363
차입부채	30,817	38,826	34,989	35,591	41,177
기타충당부채	5	19	29	29	34
이연법인세부채	-	-	17	17	19
기타부채	3,719	3,810	3,432	3,492	4,040
자본	4,825	5,011	5,287	5,691	6,124
자본금	1,531	1,531	1,531	1,531	1,531
자본잉여금	1,538	1,538	1,538	1,538	1,538
이익잉여금	1,587	1,793	2,072	2,450	2,842
기타자본	189	-32	160	187	227

(단위: %)

별도 ROA 분해	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익 구성					
순수수료이익	49.1	55.7	47.5	50.0	49.7
수수료수익	57.8	67.5	58.0	61.5	61.2
위탁매매	26.2	31.7	20.6	21.3	21.0
자산관리	5.5	6.8	6.3	6.2	6.1
IB 및 기타	26.0	29.0	31.1	34.0	34.2
이자손익	46.1	51.3	44.0	42.1	42.4
트레이딩 및 상품손익	-4.5	-18.2	-7.6	-8.5	-7.7
기타손익	9.3	11.2	16.8	16.4	15.6

(단위:십억원)

연결 재무제표	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익	1,168	1,232	1,387	1,417	1,490
순수수료이익	568	639	598	646	677
이자손익	583	639	635	648	690
트레이딩 및 상품손익	-60	-173	-47	-73	-69
기타손익	77	126	201	195	193
판매비와 관리비	709	691	812	830	882
영업이익	459	540	575	587	608
영업외수익	10	12	97	12	12
영업외비용	27	47	39	39	39
세전이익	443	505	633	560	582
법인세비용	93	143	157	154	160
연결당기순이익	350	361	476	406	422
지배주주순이익	350	361	476	406	422
비지배주주순이익	-0	1	1	0	0
자산	43,893	53,423	50,075	51,262	58,471
부채	39,057	48,369	44,683	45,437	52,184
자본	4,836	5,054	5,392	5,825	6,287

(단위: 원, %)

주요 투자지표	2017	2018	2019	2020F	2021F
Valuation					
P/B	0.86	0.77	0.72	0.67	0.62
P/E	11.9	10.8	8.2	9.6	9.2
배당수익률	3.6%	3.8%	5.0%	5.0%	5.4%
주당지표					
BPS	16,138	16,863	17,999	19,445	20,986
EPS	1,167	1,203	1,587	1,354	1,408
DPS	500	500	650	650	700
성장성					
BPS 성장률	4.1%	4.5%	6.7%	8.0%	7.9%
EPS 성장률	47.9%	3.1%	31.9%	-14.7%	3.9%
수익성					
ROE	7.4	7.3	9.2	7.4	7.1
ROA	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8
비용/수익비율	58.2	57.2	59.5	58.5	58.9
영업이익률	39.3	43.9	41.5	41.4	40.8
세전이익률	37.9	41.0	45.6	39.5	39.0
순이익률	30.0	29.3	34.3	28.6	28.3
재무레버리지 (별도)	8.7	9.8	8.2	8.6	9.1

(단위: %)

연결 ROA 분해	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익 구성					
순수수료이익	48.7	51.9	43.1	45.6	45.4
이자손익	49.9	51.9	45.8	45.7	46.3
트레이딩 및 상품손익	-5.1	-14.0	-3.4	-5.1	-4.7
기타손익	6.6	10.2	14.5	13.8	12.9
자산회전율					
순수수료이익	1.30	1.20	1.19	1.26	1.16
이자손익	1.33	1.20	1.27	1.26	1.18
트레이딩 및 상품손익	-0.14	-0.32	-0.09	-0.14	-0.12
기타손익	0.17	0.24	0.40	0.38	0.33

Company Report

2020. 03. 05

미래에셋대우(006800)

BUY / TP 8,100원

COVERAGE INITIATION

Analyst 김현기 02) 3787-2335 khyunki@hmsec.com

압도적인 자본 규모 1위

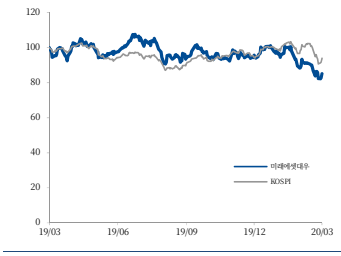
현재주가 (03/04)	6,550원
상승여력	23.7%
시가총액	4,312십억원
발행주식수	658,316천주
자본금/액면가	4,102십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	8,280원/6,330원
일평균 거래대금 (60일)	13십억원
외국인지분율	15.26%
주요주주	미래에셋캐피탈 외 30인 20.90%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.8	-11.0	-10.0
상대주가(%p)	0.8	-10.6	-13.1

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(19)	EPS(20F)	T/P
Before			
After	942	862	8,100
Consensus	783	738	9,500
Cons. 차이	20.2%	16.8%	-14.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 목표주가 8,100원과 Buy rating 제시하며 커버리지 개시
- 동사는 연결 기준 지배주주 자기자본 9.1조원으로 증권업 중 가장 큰 규모. 이를 통한 대규모 자기자본투자(PI) 및 IB 업무에 강점을 가짐
- 투자포인트는 1) IB Deal 증가로 전통적 IB 수익 증가, 2) 해외 자회사의 실적 성장 지속된다는 점
- 올해는 ECM/DCM 위주의 전통적 IB 위주의 성장이 예상되고, 자기자본투자 확대를 통한 수익 창출이 지속될 것

2) 주요이슈 및 실적전망

- 올해 별도/연결 순이익은 전년동기대비 각각 5.9%, 8.5% 감소 전망. 이는 정부의 부동산PF 규제와 NCR비율 하락에 따른 투자 관리로 인한 영향. 그러나 순이익의 소폭 감익은 전년의 확연한 성장에 따른 기저효과로 인한 것이지 경쟁력 악화로 인한 것은 아님
- 올해는 수수료 손익의 증가가 두드러질 전망. 이는 올해 IPO 시장이 확대와 부동산PF 셀다운 물량 증가로 인한 것에 기인
- 2020년 별도 기준 순수수료손익은 IB수수료수익과 양호한 수준의 코스피로 인해 전년대비 2.2% YoY 증가 예상
- 올해 이자손익은 전년대비 -5.7% YoY 감소할 것으로 판단하는데 그 근거는 부동산PF 규제와 NCR비율 하락으로 인해 채무보증 채권을 보유하기보다는 셀다운하는 방향으로 전략의 선회가 예상되기 때문
- 자회사 성장은 지속될 것으로 판단. 자회사 실적은 2017년부터 상승하기 시작했는데 이는 2016년의 자회사의 대규모 유상증자로 자본규모가 확대되었기 때문

3) 주가전망 및 Valuation

- 목표주가는 잔존가치모형으로 산출(2020F ROE 6.3%, COE 10.2%)

요약 실적 및 Valuation

구분	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	증감율 (%)	BPS (원)	EPS (원)	P/B (배)	P/E (배)	ROAE (%)	ROAA (%)	배당수익률 (%)
2017	1,712	628	503	1,180.7	13,002	944	0.71	9.7	7.3	0.68	2.4
2018	1,627	512	456	-9.4	11,900	660	0.55	9.9	5.3	0.44	3.4
2019	1,979	727	658	44.5	13,146	942	0.59	8.2	7.5	0.52	3.4
2020F	2,009	773	603	-8.5	14,059	862	0.55	9.0	6.3	0.43	3.4
2021F	2,174	869	671	11.3	15,032	959	0.51	8.1	6.6	0.45	3.5

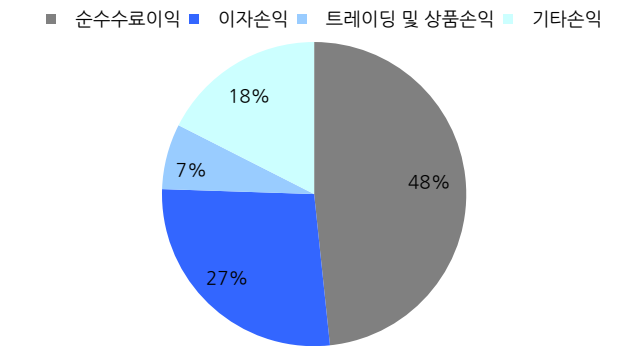
* K-IFRS 연결 기준

투자포인트: All-round player

올해 동사의 전략은 전통적IB업무 확대에 따른 IB 수수료 증가와 부동산PF에 있어 고수익성 신용대출을 통한 이자손익 보완이다. 투자포인트는 1) IB 딜 증가가 예상되어 자본규모를 앞세운 전통적 IB수익의 증가가 예상되는 점, 2) 해외 자회사의 실적 성장이 지속된다는 점이다.

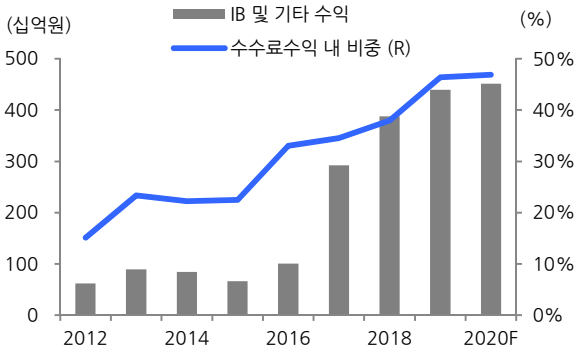
상반기 중 라인파이낸셜 지분 참여, 아시아나항공 FI 참여 등 대형 PI 투자가 예정되어 있다. PI 자산 미매각 우려가 존재하지만 우려와는 달리 독일 T8 오피스 매각, 콜른 시청사 매각, 베트남 빈 그룹 지분 셀다운 등의 투자자산 매각이 원활히 진행되었다. 이를 통해 회수한 자금의 IRR도 10%를 상회하는 등 수익률 측면에서도 양호한 편이다.

<그림1> 순영업수익 구성



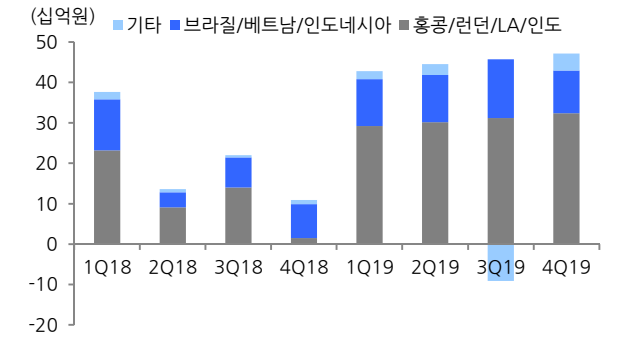
주: 2019년 기준
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림2> IB 및 기타 수익 추이



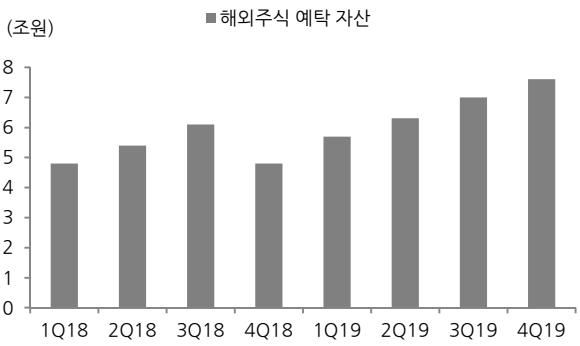
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림3> 해외법인 현황



자료: 회사자료, 현대차증권

<그림4> 해외주식 예탁 자산 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

〈표1〉 별도 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2019	2020F	2021F
순영업수익	383	458	392	386	413	1,620	1,551	1,616
순수수료이익	190	209	188	196	189	783	800	829
수수료수익	233	255	227	233	229	948	964	997
위탁매매	89	87	83	84	83	343	344	355
자산관리	41	42	42	41	42	165	168	171
IB 및 기타	103	126	102	108	104	439	453	471
수수료비용	43	47	39	36	40	165	164	169
이자손익	120	117	101	102	106	440	415	468
트레이딩 및 상품손익	-2	43	49	22	42	113	49	29
기타손익	75	89	54	66	76	284	287	289
판매비와 관리비	302	243	223	251	325	1,019	985	1,003
영업이익	81	216	169	135	87	601	565	613
영업외수익	16	3	12	13	1	44	53	53
영업외비용	5	5	1	5	3	16	38	38
세전이	92	214	180	142	86	629	581	628
법인세비용	25	63	48	45	24	181	160	173
당기순이익	67	150	132	97	62	447	421	455

자료: 회사자료, 현대차증권

〈표2〉 연결 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2019	2020F	2021F
순영업수익	493	558	453	474	501	1,979	2,009	2,174
순수수 이익	189	215	175	191	193	770	822	882
이자손익	149	148	134	126	139	557	582	674
트레이딩 및 상품손익	64	65	37	67	77	233	179	189
기타손익	92	130	107	91	93	419	426	429
판매비와 관리비	351	297	282	322	365	1,252	1,236	1,306
영업이	142	262	171	152	137	727	773	869
영업외수익	100	52	40	58	18	250	155	155
영업외비용	18	22	20	25	16	84	82	82
세전이익	225	292	192	184	138	893	846	942
법인세비용	57	73	54	46	38	229	233	259
연결당기순이익	168	219	138	138	100	664	613	683
지배주주순이익	167	218	137	136	98	658	603	671
비지배주주순이익	1	1	1	2	2	5	10	12

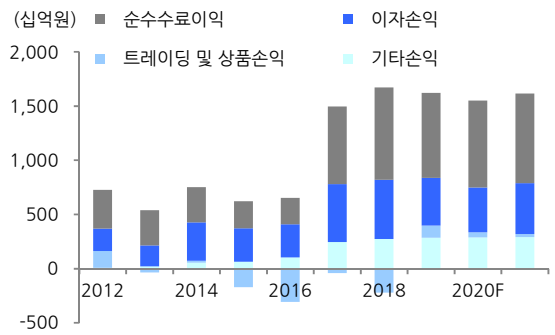
자료: 회사자료, 현대차증권

PL/BS 특징

미래에셋대우는 압도적인 자기자본 규모 1위 증권사로 PI투자와 IB업무에 있어 강점을 지닌다. PI 투자자산 규모가 6조원에 이르고 올해는 NCR 비율 관리를 위해 셀다운으로 대응할 것으로 예상된다. 비용 측면에서는 CIR이 타사 대비 높은 상황이었는데 지속적인 비용관리를 통해 안정화되고 있다.

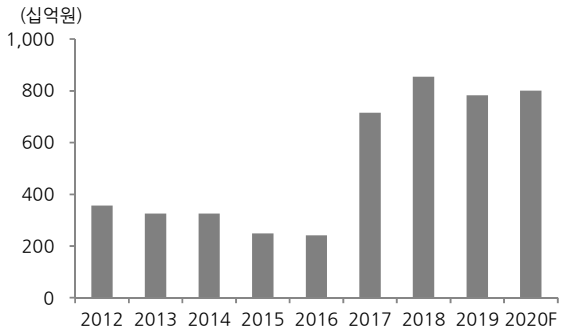
조달부문은 올해 초에는 단기차입금을 회사채 조달로 전환했다. 저금리기조와 대규모 투자를 앞두고 지속적으로 자금 성격을 단기에서 장기 전환이 예상된다.

<그림5> 별도 순영업수익 추이



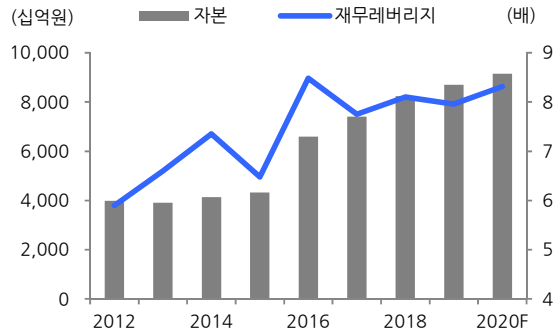
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림6> 순수수료수익 추이



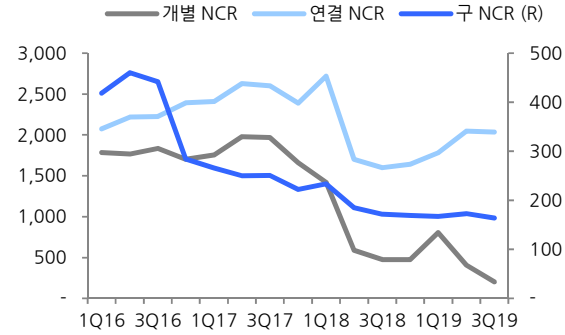
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림7> 재무레버리지와 자본규모 추이



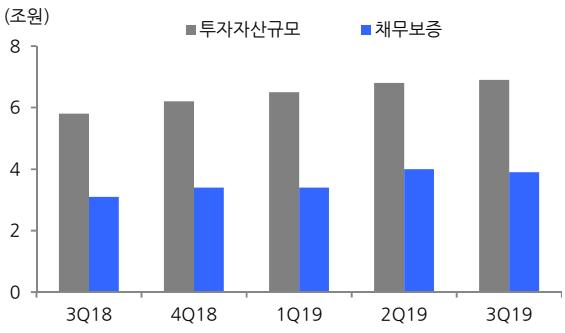
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림8> NCR 비율 추이



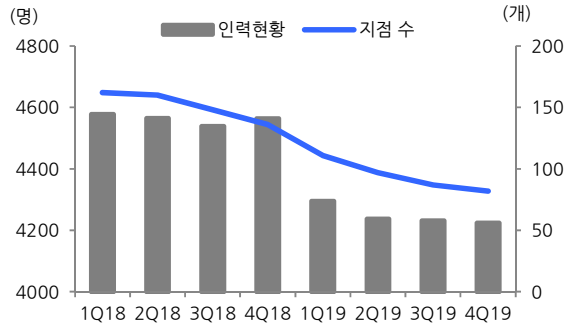
자료: 회사자료, 현대차증권

<그림9> 투자자산규모 및 채무보증



자료: 회사자료, 현대차증권

<그림10> 인력 현황 및 지점 수 추이



자료: 회사자료, 현대차증권

Valuation 및 목표주가

목표주가 8,100원으로 커버리지를 개시한다. 2020F ROE는 6.3%로 현재 주가수준은 목표주가 대비 24.2% 저평가되어 있다고 판단한다.

ROE는 트레이딩 손익 감소를 반영해 6.3%로 추정했다. 자본비용은 10.2%로 risk premium은 코스피의 역사적 리스크 프리미엄 수치를 적용했다. 무위험 수익률은 국채 3년물 1년 평균 수치를 사용했다. 베타는 1) 부동산PF 규제를 반영한 신NCR비율이 1,706%로 500%가 넘는 점과, 2) 배당성향이 30%에 달하는 점을 감안해 조정 베타(104주 beta의 70%)를 적용했다.

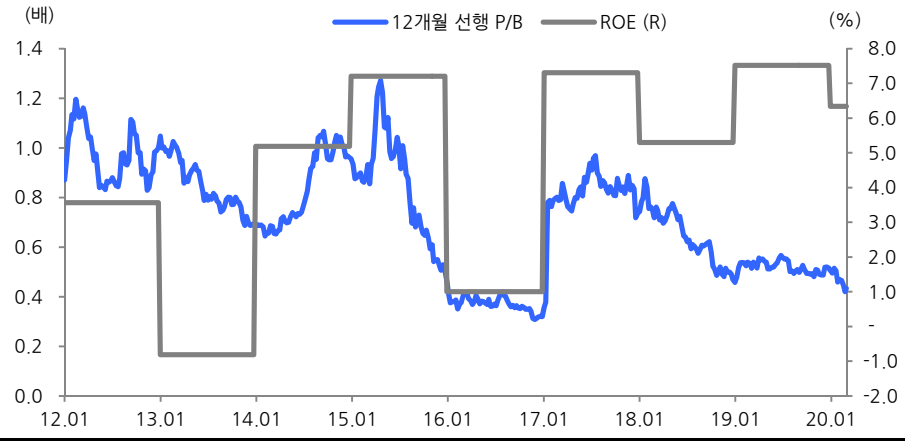
당사는 Valuation method로 잔존가치모형을 사용했는데 이는 1) 자본(BPS)과 효율성 지표인 ROE를 근거로 목표주가를 산정하는 방식이고 2) 배당금이 일정하지 않아도 사용 가능하기 때문이다. 참고로 주당배당금이 일정하다는 가정 하에 배당할인모형을 사용한 결과도 함께 제시하였다.

〈표3〉 Valuation (단위: 원, %, 배)

1. 잔존가치모형(Residual Income Model)		2. 배당할인모형(Dividend Discount Model)	
Valuation		Valuation	
2019 BPS	13,146	Target P/B (배)	0.6
2020F ROE	6.3	2020F BPS	14,059
COE	10.2	2020F ROE	6.3
Risk-free rate	1.5	COE	10.2
Risk premium	10.3	Risk-free rate	1.5
조정 beta	0.9	Risk premium	10.3
Growth rate	0.0	조정 beta	0.9
목표주가	8,100	Growth rate	0.0
현재주	6,550	목표주가	8,700
상승여력	23.7%	현재주가	6,550
		상승여력	32.8%

주: 조정 beta는 104주 beta의 70% 수치
주: Growth rate은 0%로 가정
주: Risk free rate은 2019년 3년물 국채금리 평균, 104주 베타는 2019말 기준
자료: Bloomberg, Quantiwise, 현대차증권

〈그림11〉 ROE vs. P/B



자료: 회사자료, 현대차증권

(단위:십억원)

별도 포괄손익계산서	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익	1,454	1,449	1,620	1,551	1,616
순수수료이익	716	854	783	800	829
수수료수익	846	1,021	948	964	997
위탁매매	400	460	343	344	355
자산관리	153	173	165	168	171
IB 및 기타	292	387	439	453	471
수수료비용	130	167	165	164	169
이자손익	536	546	440	415	468
트레이딩 및 상품손익	-42	-223	113	49	29
기타손익	244	272	284	287	289
판매비와 관리비	901	910	1,019	985	1,003
영업이익	553	540	601	565	613
영업외수익	16	52	44	53	53
영업외비용	15	37	16	38	38
세전이익	554	555	629	581	628
법인세비용	130	122	181	160	173
당기순이익	424	433	447	421	455

(단위:원,배,십억원)

별도 재무상태표	2017	2018	2019	2020F	2021F
자산	57,417	66,684	69,198	75,995	83,814
현금 및 예치금	8,130	6,871	5,417	5,949	6,561
유가증권	35,973	45,297	53,121	58,339	64,341
대출채권	5,584	5,315	4,636	5,152	5,433
유형자산	168	200	201	221	243
무형자산	241	648	613	673	742
투자부동산	261	148	242	266	294
기타자산	7,061	8,206	4,968	5,396	6,200
부채	50,010	58,450	60,501	66,851	74,217
예수부채	5,083	5,372	5,935	6,412	7,094
차입부채	37,648	42,567	46,594	51,631	57,344
기타충당부채	20	22	20	22	24
이연법인세부채	-	-	-	-	-
기타부채	7,258	10,489	7,951	8,786	9,754
자본	7,407	8,234	8,698	9,144	9,597
자본금	3,402	4,102	4,102	4,102	4,102
자본잉여금	2,163	2,152	2,157	2,157	2,157
이익잉여금	1,765	2,081	2,375	2,796	3,251
기타자본	139	-39	125	151	149

(단위: %)

별도 ROA 분해	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익 구성					
순수수료이익	49.2	58.9	48.3	51.6	51.3
수수료수익	58.2	70.4	58.5	62.2	61.7
위탁매매	27.5	31.7	21.2	22.2	22.0
자산관리	10.5	11.9	10.2	10.8	10.6
IB 및 기타	20.1	26.7	27.1	29.2	29.2
이자손익	36.9	37.7	27.2	26.8	29.0
트레이딩 및 상품손익	-2.9	-15.4	7.0	3.1	1.8
기타손익	16.8	18.8	17.5	18.5	17.9

(단위:십억원)

연결 재무제표	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익	1,712	1,627	1,979	2,009	2,174
순수수료이익	734	863	770	822	882
이자손익	571	648	557	582	674
트레이딩 및 상품손익	55	-223	233	179	189
기타손익	351	340	419	426	429
판매비와 관리비	1,084	1,116	1,252	1,236	1,306
영업이익	628	512	727	773	869
영업외수익	112	154	250	155	155
영업외비용	75	82	84	82	82
세전이익	665	584	893	846	942
법인세비용	160	123	229	233	259
연결당기순이익	505	461	664	613	683
지배주주순이익	503	456	658	603	671
비지배주주순이익	2	5	5	10	12
자산	90,627	117,794	133,194	144,266	150,838
부채	83,242	109,443	124,001	134,434	140,326
자본	7,385	8,352	9,193	9,832	10,512

(단위: 원,%)

주요 투자지표	2017	2018	2019	2020F	2021F
Valuation					
P/B	0.71	0.55	0.59	0.55	0.51
P/E	9.7	9.9	8.2	9.0	8.1
배당수익률	2.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.5%
주당지표					
BPS	13,002	11,900	13,146	14,059	15,032
EPS	944	660	942	862	959
DPS	220	220	260	260	270
성장성					
BPS 성장률	1.4%	-8.5%	10.5%	6.9%	6.9%
EPS 성장률	713.8%	-30.1%	42.7%	-8.5%	11.3%
수익성					
ROE	7.3	5.3	7.5	6.3	6.6
ROA	0.7	0.4	0.5	0.4	0.5
비용/수익비율	62.0	62.7	62.9	63.5	62.1
영업이익률	36.7	31.4	36.8	38.5	40.0
세전이익률	38.8	35.9	45.1	42.1	43.3
순이익률	29.4	28.0	33.3	30.0	30.8
재무레버리지 (별도)	7.8	8.1	8.0	8.3	8.7

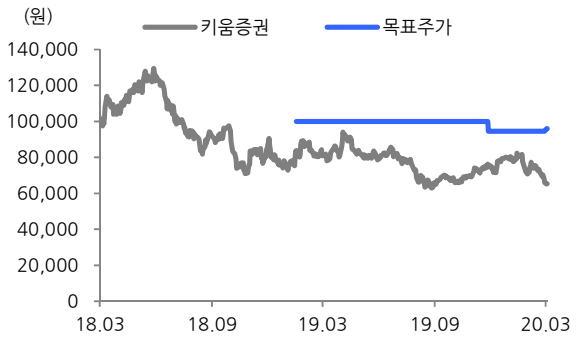
(단위: %)

연결 ROA 분해	2017	2018	2019	2020F	2021F
순영업수익 구성					
순수수료이익	42.9	53.0	38.9	40.9	40.5
이자손익	33.4	39.8	28.2	29.0	31.0
트레이딩 및 상품손익	3.2	-13.7	11.8	8.9	8.7
기타손익	20.5	20.9	21.2	21.2	19.7
자산회전율					
순수수료이익	0.81	0.73	0.58	0.57	0.58
이자손익	0.63	0.55	0.42	0.40	0.45
트레이딩 및 상품손익	0.06	-0.19	0.17	0.12	0.13
기타손익	0.39	0.29	0.31	0.30	0.28

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
19/01/17	BUY	100,000	-14.6	-10.7
19/02/13	BUY	100,000	-17.0	-10.7
19/03/13	BUY	100,000	-16.9	-10.7
19/04/01	BUY	100,000	-15.3	-6.0
19/04/18	M.PERFORM	100,000	-15.5	-21.8
19/05/02	BUY	100,000	-15.6	-6.0
19/05/09	BUY	100,000	-16.3	-6.0
19/06/03	BUY	100,000	-22.7	-6.0
	담당자 변경			
19/11/29	BUY	94,500	-20.1	-12.9
	담당자 변경			
20/03/05	BUY	96,000	-	-

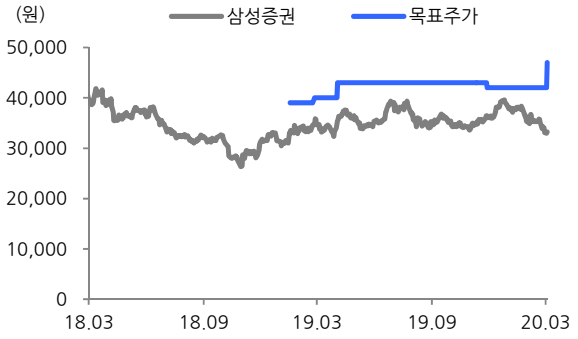
▶ 최근 2년간 키움증권 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18/05/16	BUY	48,000	-28.1	-20.4
18/08/16	BUY	42,000	-28.1	-22.3
18/11/16	BUY	42,000	-27.1	-21.2
19/01/17	BUY	39,000	-13.6	-11.3
19/02/25	BUY	40,000	-14.2	-10.4
19/03/13	BUY	40,000	-15.1	-10.4
19/04/01	BUY	40,000	-14.9	-10.4
19/04/04	BUY	43,000	-14.9	-12.7
19/05/02	BUY	43,000	-16.2	-12.7
19/05/15	BUY	43,000	-17.3	-12.7
19/06/03	BUY	43,000	-16.7	-8.6
	담당자 변경			
19/11/29	BUY	42,000	-12.8	-5.7
	담당자 변경			
20/03/05	BUY	47,000	-	-

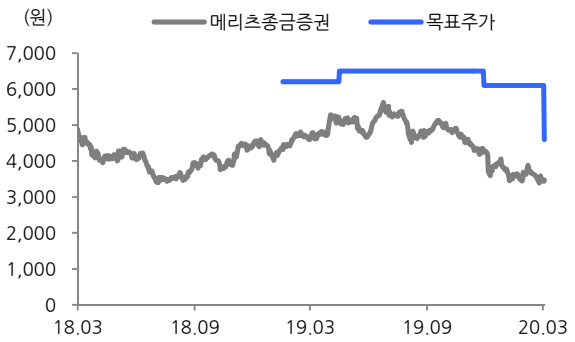
▶ 최근 2년간 삼성증권 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
19/01/17	BUY	6,200	-28.6	-28.1
19/01/23	BUY	6,200	-28.4	-28.0
19/01/30	BUY	6,200	-25.4	-22.5
19/03/13	BUY	6,200	-24.7	-21.2
19/04/01	BUY	6,200	-23.1	-14.7
19/04/16	BUY	6,500	-21.5	-20.0
19/05/02	BUY	6,500	-21.5	-20.0
19/05/08	BUY	6,500	-23.5	-19.8
19/06/03	BUY	6,500	-24.6	-13.4
	담당자 변경			
19/11/29	BUY	6,100	-39.3	-30.1
	담당자 변경			
20/03/05	BUY	4,600	-	-

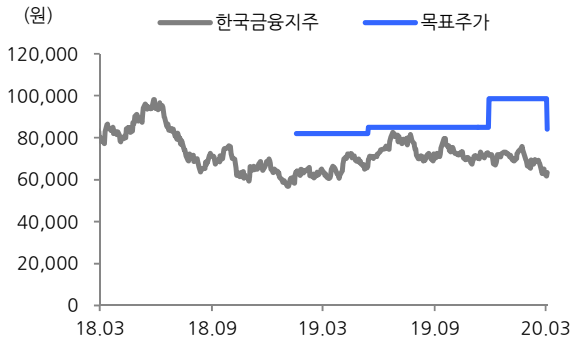
▶ 최근 2년간 메리츠종금증권 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
19/01/17	BUY	82,000	-22.8	-21.8
19/01/23	BUY	82,000	-22.1	-19.8
19/02/08	BUY	82,000	-23.2	-19.8
19/03/13	BUY	82,000	-23.0	-19.0
19/04/01	BUY	82,000	-22.8	-17.1
19/04/05	BUY	82,000	-20.5	-11.7
19/05/02	BUY	82,000	-20.3	-11.7
19/05/15	BUY	85,000	-16.4	-14.8
19/06/03	BUY	85,000	-13.3	-2.9
	담당자 변경			
19/11/29	BUY	98,500	-29.4	-23.0
	담당자 변경			
20/03/05	BUY	84,000		

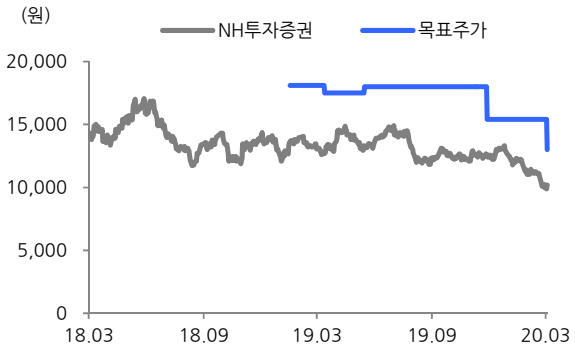
▶ 최근 2년간 한국금융지주 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
19/01/17	BUY	18,100	-24.6	-24.3
19/01/23	BUY	18,100	-24.1	-22.9
19/02/07	BUY	18,100	-26.1	-22.4
19/03/13	BUY	17,500	-25.0	-23.1
19/04/01	BUY	17,500	-22.0	-16.9
19/04/15	BUY	17,500	-20.9	-15.1
19/05/02	BUY	17,500	-21.6	-15.1
19/05/16	BUY	18,000	-26.0	-25.0
19/06/03	BUY	18,000	-27.5	-17.2
	담당자 변경			
19/11/29	BUY	15,400	-23.3	-13.6
	담당자 변경			
20/03/05	BUY	13,000		

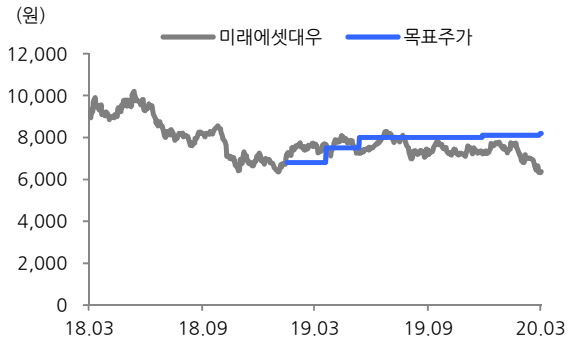
▶ 최근 2년간 NH투자증권 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
19/01/17	M.PERFORM	6,800	10.2	5.1
19/03/13	M.PERFORM	6,800	10.3	5.1
19/03/21	M.PERFORM	7,500	-2.4	-5.1
19/04/01	M.PERFORM	7,500	2.8	-5.1
19/05/02	M.PERFORM	7,500	2.2	-5.1
19/05/14	M.PERFORM	8,000	-7.4	-9.4
19/06/03	M.PERFORM	8,000	-6.0	-12.8
	담당자 변경		-9.1	-9.3
19/11/29	M.PERFORM	8,100	-10.6	-21.9
	담당자 변경			
20/03/05	BUY	8,200		

▶ 최근 2년간 미래에셋대우 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김현기의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2019.01.01~2019.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	135건	85.99%
보유	22건	14.01%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.