

증권

증권주의 상승은 지속된다

밸류업: 높은 주주환원을 높은 PBR

증권사 역시 주주환원에 동참하고 있으며 높은 총주주환원율을 제시하는 기업의 PBR이 상대적으로 높은 상황이다. 이런 밸류업 관련 상승 추세는 기업가치 제고 계획의 발표부터 실제 이행이 되기까지 지속적으로 모멘텀으로 작용할 전망이다. 현재는 발표 시작단계로 모멘텀은 충분히 존재하는 상황이라 판단된다. 커버리지 증권사 중 주주환원 관련 모멘텀이 가장 높은 증권사는 삼성증권과 NH투자증권으로 생각된다.

거래대금: 해외주식 비중 상승

3분기 기준 해외주식 거래대금은 전분기 대비 36.2% 증가하며 이에 따라 커버리지 증권사들의 해외주식수수료 역시 크게 증가하였다. 10월, 11월 해외주식 거래대금 증가추세를 감안 시 4분기 역시 양호한 수준의 해외주식 수수료가 예상된다.

커버리지 증권사 중 해외주식수수료 민감도가 높은 증권사는 키움증권, 미래에셋증권, 삼성증권이며 향후 해외주식 거래대금이 증가하며 양호한 수익성이 기대된다.

발행어음: 금리 하락에 따른 비용개선 기대

금리인하 시기가 다가오면서 발행어음 관련 비용이 개선될 것으로 판단된다. 커버리지 증권사들의 연간 발행어음이자 비용률은 3.4~3.5% 수준이며 비용을 1%p 하락 시 비용은 각각 한투 1,618억원, NH 638억원, 미래 782억원 수준으로 개선될 전망이다. 이는 2024년 예상 순영업이익 대비 각각 한투 6.3%, NH 3.4%, 미래 3.7% 수준이다.

Top picks: 삼성증권, NH투자증권, 관심종목: 키움증권

삼성증권과 NH투자증권의 주주환원 정책 개선 기대감은 지속될 것으로 판단된다. 또한 해외주식 거래대금이 증가함에 따라 삼성증권은 수혜를 받을 것으로 생각되며 IB 실적 개선 및 발행어음 이자비용 감소로 NH투자증권 역시 양호한 실적이 전망된다. 키움증권은 발행어음 인가 관련 기대감이 존재하며 하방 압력은 제한적으로 판단된다.



우도형 금융
dohyeong.woo@yuantakorea.com

| 종목 | 투자 의견 | 목표주가 (원) |
|--------|--------|-------------|
| 삼성증권 | 매수 (I) | 63,000 (I) |
| 미래에셋증권 | 매수 (I) | 10,800 (I) |
| NH투자증권 | 매수 (I) | 18,000 (I) |
| 한국금융지주 | 매수 (I) | 95,000 (I) |
| 키움증권 | 매수 (I) | 165,000 (I) |

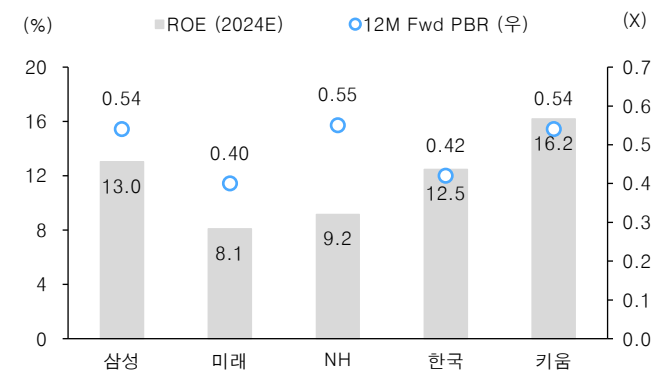
2025년 증권사 이슈 포인트

밸류업: 높은 주주환원을 높은 PBR

증권사 역시 주주환원에 동참하고 있다. 커버리지 증권사들이 발표한 주주환원정책에 근거하여 추정 시 NH투자증권의 총주주환원율이 가장 높게 추정되며 12M Fwd PBR 역시 가장 높은 수준을 보이고 있다.

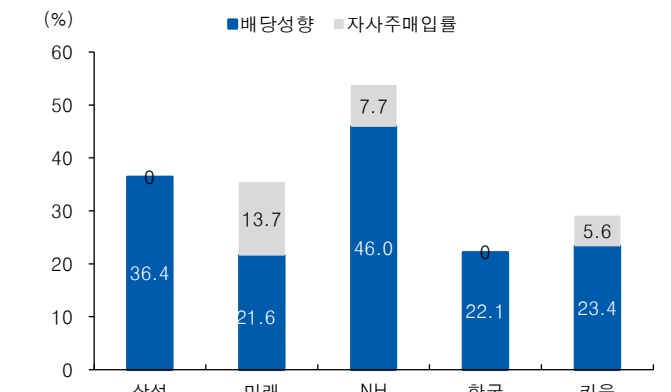
기업가치 제고 계획은 현재 미래에셋증권과 키움증권만 발표했으며 나머지 증권사들 역시 연말이나 내년에 발표를 계획 중이다.

[그림 1] 커버리지 증권사 ROE 및 12M Fwd PBR



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터 / 주: 11월 27일 추가 기준

[그림 2] 커버리지 증권사별 2024년 예상 주주환원율 (연결기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 1] 커버리지 증권사 기업가치 제고 계획 내용

| 기업 | 주주환원정책 내용 | 기업가치 공시 발표일 |
|-------|--|------------------|
| 삼성증권 | 연결기준 배당성향 35% 이상 | 미정 (내년 예상) |
| 미래에셋 | 연결기준 주주환원율 35% 이상 (소각 기준) 매년 보통주 최소 1,500만주 소각, 2우선주 100만주 소각 24~26년 ROE 10% 이상, 주주환원성향 35% 이상 27~30년 글로벌 세전이익 5천억원 이상, 발행주식 1억 주 이상 소각 | 2024-08-22 (기발표) |
| NH 투자 | 별도 기준 배당성향 40% 수준 차감 후 나머지 금액에서 법정준비금 등 제외한 후 50%에 해당하는 금액을 자사주 매입/소각 (최대치) | 2024년 12월 |
| 한국금융 | 연결기준 배당성향 20% 수준 | 미정 |
| 키움증권 | 별도기준 주주환원율 30%, 자사주 2024~2026년까지 200만주 균등 소각 ROE Target 15% | 2024-05-28 (기발표) |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

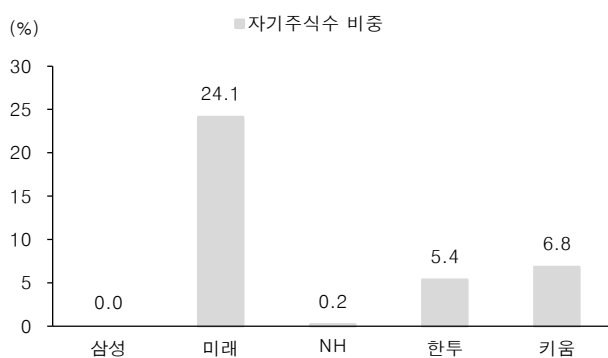
삼성증권의 경우 그룹사와 발맞춰 주주환원 정책의 방향성을 정할 것으로 판단된다. 앞서 삼성생명 및 삼성화재에서 중장기적으로 (3~4년) 총주주환원율을 50%까지 확대하겠다고 발표했으며 이에 따라 삼성증권 역시 점진적 주주환원 확대가 예상된다. 다만 모델에는 보수적 추정을 위해 총주주환원율 35% 수준을 가정해 DPS를 추정하였다.

미래에셋증권은 기발표한 주주환원정책에서 2030년까지의 부분을 제시했으며 경영환경이 급변하지 않는 이상 변동 가능성이 낮다고 언급함에 따라 향후 주주환원정책 보다는 이익 증가세 개선에 투자자들의 관심이 집중될 것으로 판단된다. 미래에셋증권은 총주주환원율 계산 시 자사주 매입금액 기준이 아닌 자사주 소각을 기준으로 하고 있으며 타사 대비 많이 보유하고 있는 자사주에 대한 활용을 염두하고 있는 것으로 판단된다.

NH투자증권의 12월에 기업가치 제고 방안을 발표할 예정이며 현재 제시한 주주환원정책에서 크게 벗어나지는 않을 것으로 예상된다. 현재의 주주환원정책에서 DPS의 점진적 우상향을 가정 시 별도기준 배당성향은 46% 수준이며 최대 총주주환원율은 72%까지 상승이 가능한 상황이다. 이에 따라 현금배당 증가율 보다는 자사주매입률의 상승 폭이 더 클 것으로 판단된다.

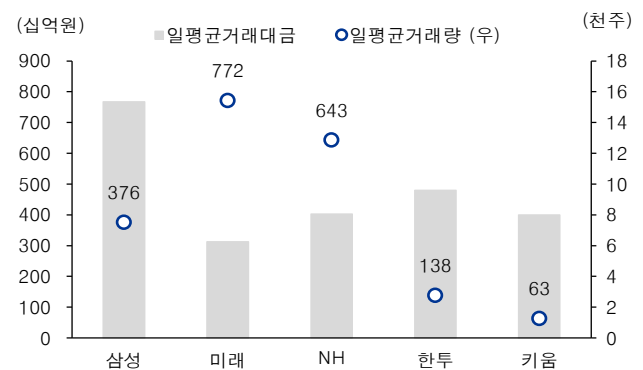
키움증권은 별도기준 주주환원율을 30%로 설정하고 있는데 2024년 자사주 매입은 470억원으로 주주환원율은 6% 수준이다. 이에 따라 나머지 24%를 배당성향으로 맞추기 위해서는 DPS를 7,700원 수준으로 증가시켜야 하며 이는 2023년 DPS 3,000원 대비 2배 이상 증가한 수준이다. 키움증권은 2024년 자사주매입액 대신 배당금액을 크게 증가시킬 것으로 전망되는데 이는 거래량이 낮기 때문이며 자사주매입증가률이 크게 상승하기는 어려울 것으로 판단된다.

[그림 3] 커버리지 증권사 자기주식수 비중 (2023)



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

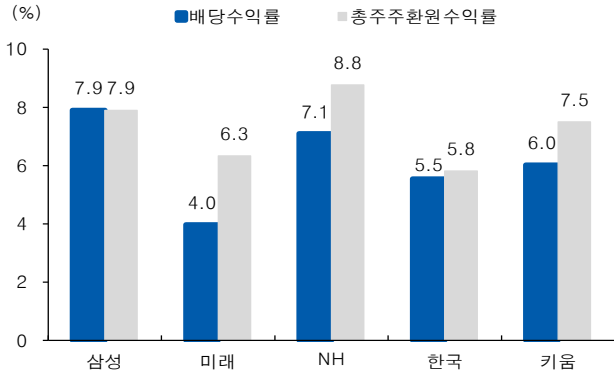
[그림 4] 커버리지 증권사 2024년 평균 거래대금 및 거래량



자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: 11월 27일 기준

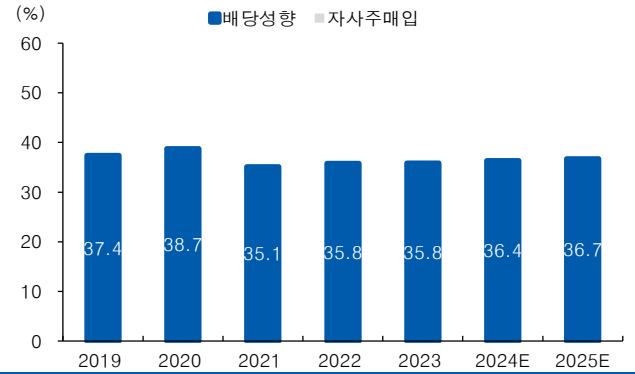
커버리지 증권사 중 주주환원 관련 모멘텀이 가장 높은 증권사는 삼성증권과 NH투자증권으로 생각된다.

[그림 5] 커버리지 증권사 2024년 예상 배당수익률 및 총주주환원수익률



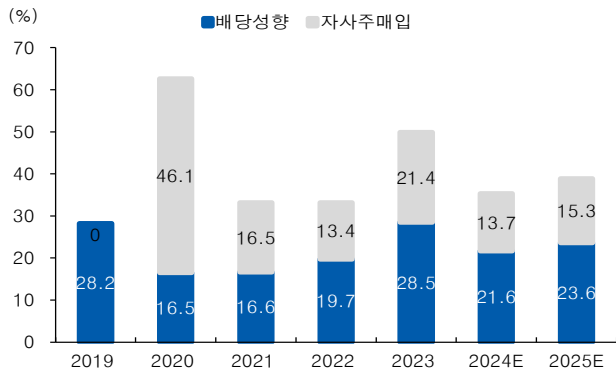
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터 / 주: 11월 27일 추가 기준

[그림 6] 주주환원을 추이 (삼성증권)



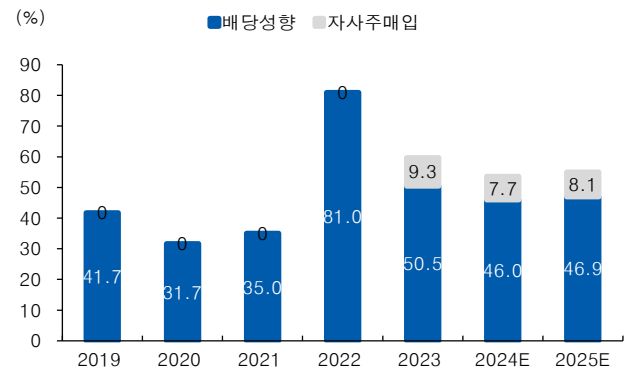
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 주주환원을 추이 (미래에셋증권)



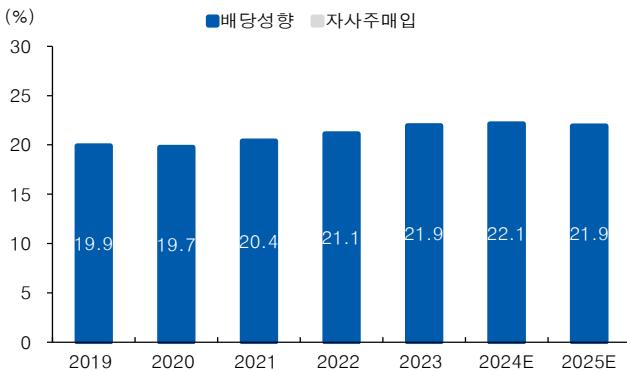
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 주주환원을 추이 (NH투자증권)



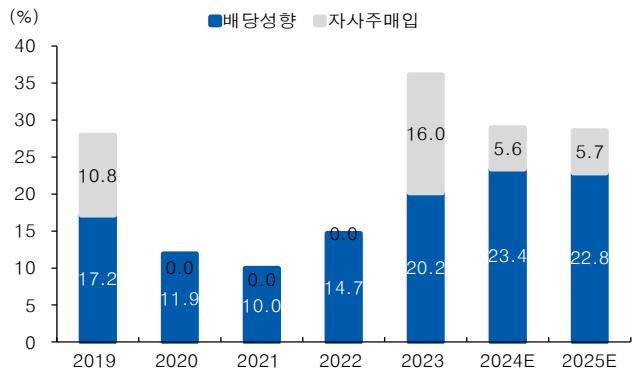
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 주주환원을 추이 (한국금융지주)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 주주환원을 추이 (키움증권)



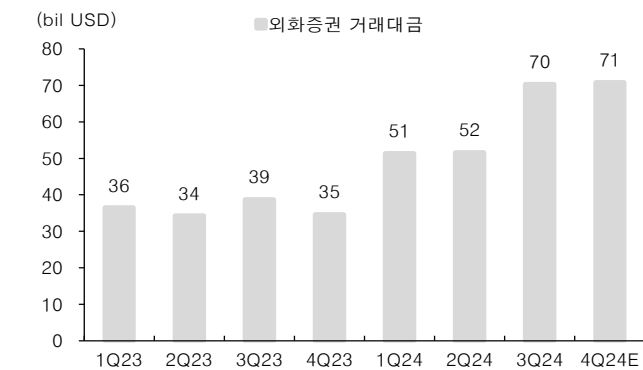
자료: 유안타증권 리서치센터

거래대금: 해외주식 비중 상승

3분기 기준 해외주식 거래대금은 전분기 대비 36.2% 증가하며 이에 따라 커버리지 증권사들의 해외주식수수료 역시 크게 증가하였다. 10월, 11월 해외주식 거래대금 증가추세를 감안 시 4분기 역시 양호한 수준의 해외주식 수수료가 예상된다.

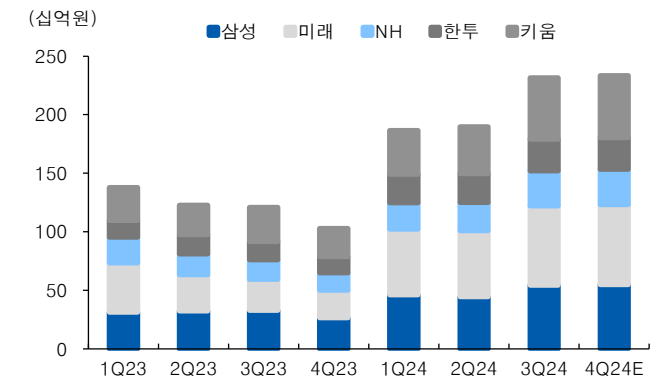
커버리지 증권사 중 해외주식수수료 민감도가 높은 증권사는 키움증권, 미래에셋증권, 삼성증권이며 향후 해외주식 거래대금이 증가하며 양호한 수익성이 기대된다.

[그림 11] 해외주식 거래대금 전망



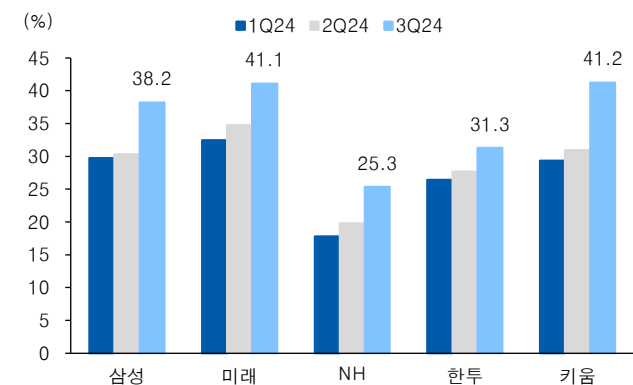
자료: 예탁결제원, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 커버리지 증권사 합산 해외주식 수수료 추이



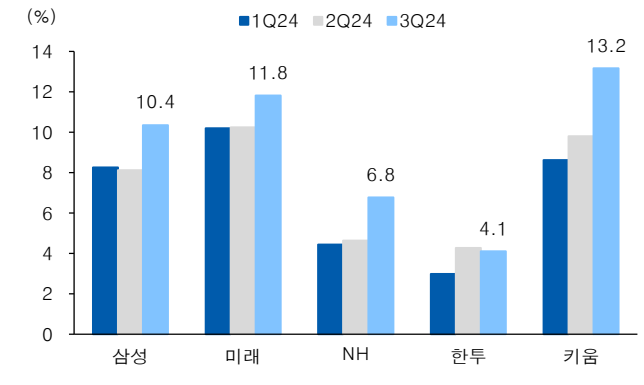
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 국내외주식수수료 수익 내에서 해외주식수수료 비중



자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 순영업수익 내에서 해외주식수수료 비중



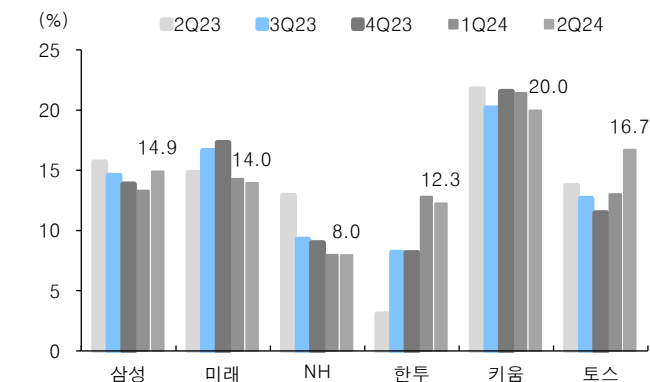
자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

해외주식 관련 리스크 요인은 토스증권의 빠른 성장이다. 국내주식 거래대금 M/S의 경우 대형사들이 대부분 차지하고 있으며 큰 변동성이 없는 상황이다. 다만 해외주식 시장은 아직 성장하는 단계이며 규모가 국내 대비 작아 (2024E 해외 342조원 vs 국내 4,707조원) 수수료율 이벤트에 따라 M/S가 크게 변동하는 상황이다.

2분기 기준 커버리지 증권사의 해외주식 M/S는 키움증권이 가장 높은 20% 수준이며 그 다음 삼성증권과 미래에셋증권이 각각 14.9%, 14.0%로 높은 수준이다. 토스증권은 16.7% 기록했으며 큰 폭의 상승세를 보였다.

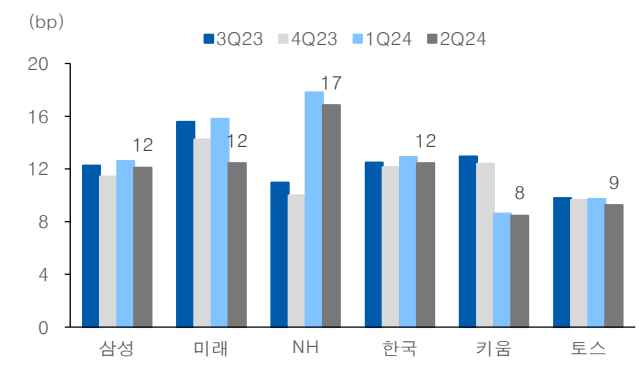
해외주식 시장의 성장세가 가파르기 때문에 커버리지 증권사의 해외주식수수료는 지속 증가할 전망이다. 토스증권의 성장세를 감안 시 성장 속도는 둔화될 것으로 전망된다. 향후 M/S 경쟁으로 마진은 감소는 불가피할 것으로 예상되며 M/S의 지속 관찰이 필요하다 판단된다.

[그림 15] 커버리지 증권사 및 토스증권 해외주식 M/S



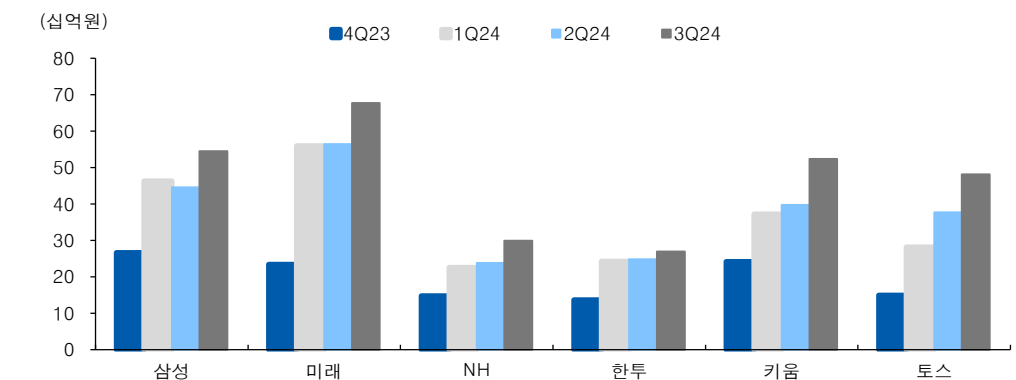
자료: FISIS, 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 커버리지 증권사 및 토스증권 해외주식수수료 추이



자료: FISIS, 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 커버리지 증권사 및 토스증권 해외주식수수료 추이



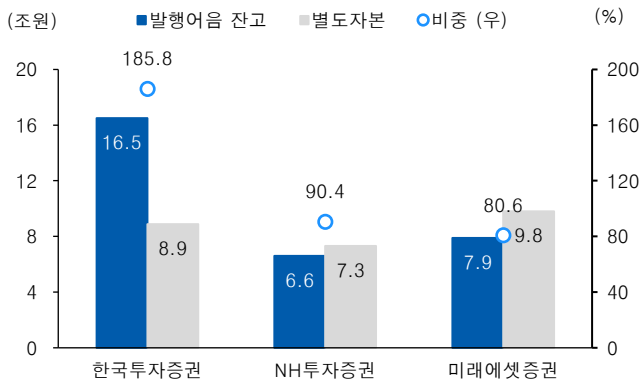
자료: 금융투자협회, 증권 리서치센터

발행어음: 금리 하락에 따른 비용개선 기대

금리인하 시기가 다가오면서 발행어음 관련 이익이 개선될 것으로 판단된다. 발행어음은 자본 4조원 이상 증권사가 인가를 받을 수 있는 업무이며 현재 미래, 한투, NH, KB가 사업을 영위하고 있다. 이중 한국투자증권의 발행어음 잔고는 16.5조원으로 커버리지 증권사 중 가장 크며 3분기 기준 자본 대비 비중은 185.8%이다.

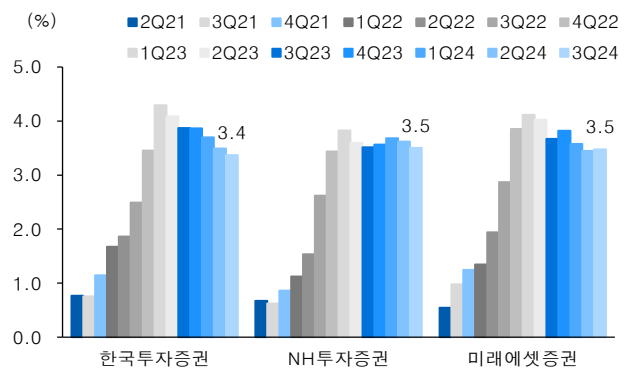
발행어음은 1년 단기물이기 때문에 시중금리 상승의 영향을 많이 받으며 금리 상승 시 관련 비용은 급격히 상승하는 모습이다. 커버리지 증권사들의 발행어음이자 연간 비용률은 3.4~3.5% 수준이며 비용률 1%p 하락 시 한투 1,618억원, NH 638억원, 미래 782억원의 비용개선 영향이 존재한다 판단된다. 이는 2024년 예상 순영업수익 대비 각각 한투 6.3%, NH 3.4%, 미래 3.7% 수준이다.

[그림 18] 커버리지 증권사 발행어음 잔고 및 자본대비 비중



자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 19] 커버리지 증권사 발행어음이자 비용률



자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: 연율화 비용률 = 발행어음 이자비용 / 분기 평균잔고 * 400

[표 2] 자기자본 수준별 인센티브 제공 방안 (2016.8.2 초대형 투자은행 육성을 위한 종합금융투자사업자 제도 개선방안)

| 자본규모 | 3조원 이상 (9개사) | 4조원 이상 (현 5개사) | 8조원 이상 (-) |
|--------------|------------------------|------------------------|-------------------------|
| 명칭 | 종합금융투자사업자 | 초대형 IB | 종합금융투자계좌 영위사 |
| 가능업무 | 기업신용공여 등 | 발행어음 | 종합투자계좌 (IMA) |
| 인가현황 | 신한, 메리츠, 하나, 키움 | KB, 미래, NH, 한투 | - |
| 프라임브로커리지 | 0 | 0 | 0 |
| 기업신용공여 | 일반신용공여 합산 100% | 일반신용공여 합산 100% | 일반신용공여 합산 100% 허용 |
| 신용공여 한도증액 | 기업금융 업무 한정 자기자본 100% 추 | 기업금융 업무 한정 자기자본 100% | 기업금융 업무 한정 자기자본 100% 추가 |
| 발행어음 한도 | - | 자기자본 200%, 삼성 제외 4개사 인 | 자기자본 200% |
| 종합금융투자계좌 한도 | - | - | 한도없음 |
| 레버리지규제 적용 제외 | X | X | X |
| 기업금융 최소 운용비용 | - | 수탁금의 50% | 수탁금의 70% |
| 부동산 투자 상한 | - | 수탁금의 30% 초과 제한 | 수탁금의 30% 초과 제한 |
| 수익배분방식 | - | 약정금리 지급 | 실적배당 방식 |

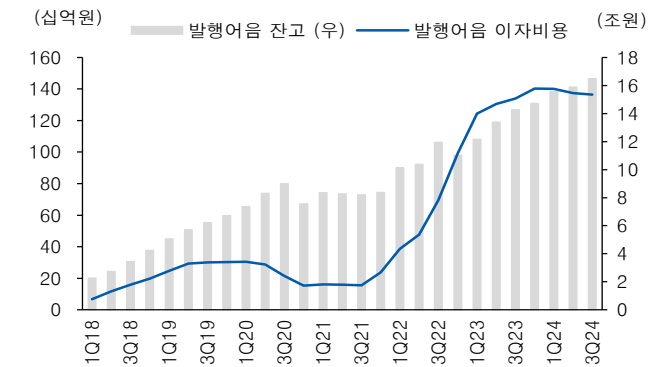
자료: 금융위원회, 유안타증권 리서치센터

한국투자증권의 3분기 말 발행어음 잔고는 16.5조원으로 커버리지 증권사 중 가장 높은 수준의 발행어음 잔고를 보유하고 있다. 발행어음 잔고는 부동산PF 관련 사업에 투자되며 급격히 증가한 것으로 판단되며 지속 증가하는 모습을 보이고 있다.

잔고가 증가하며 이자비용은 증가하겠지만 금리하락으로 향후 비용률은 점차 하락할 것으로 전망된다. 잔고가 가장 큰 만큼 비용을 하락에 따른 비용 개선 효과 역시 커버리지 증권사 중 가장 높은 수준으로 나타날 것으로 판단된다. 비용률 1%p 하락 시 개선되는 비용은 1,618억원이다.

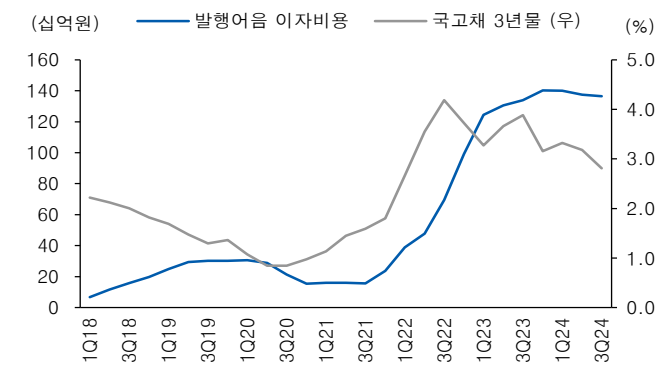
증권사 Brokerage 관련 이자이익을 제외한 나머지 이자수익을 Trading 관련 이자수익으로 분류하였는데 향후 발행어음 이자비용이 감소하면서 점차 개선될 것으로 판단된다.

[그림 20] 발행어음 잔고 및 이자비용 추이 (한국투자증권)



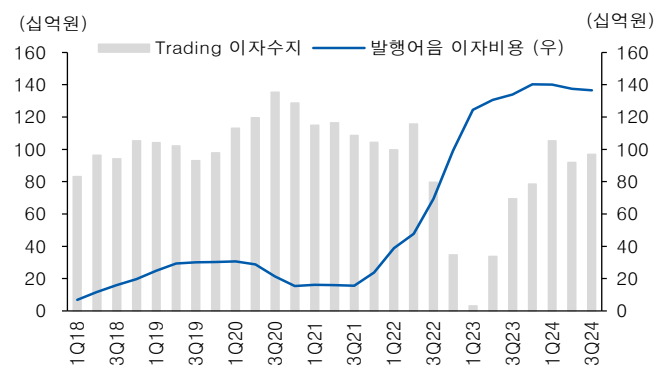
자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 21] 발행어음 이자비용 및 국고채 3년물 추이 (한국투자증권)



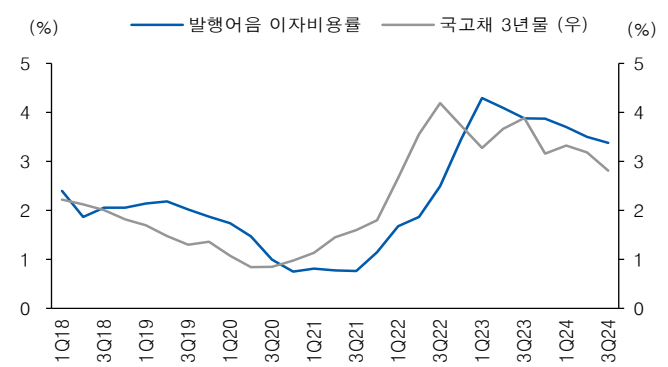
자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 22] Trading 이자수지 및 발행어음 이자비용 추이 (한국투자증권)



자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

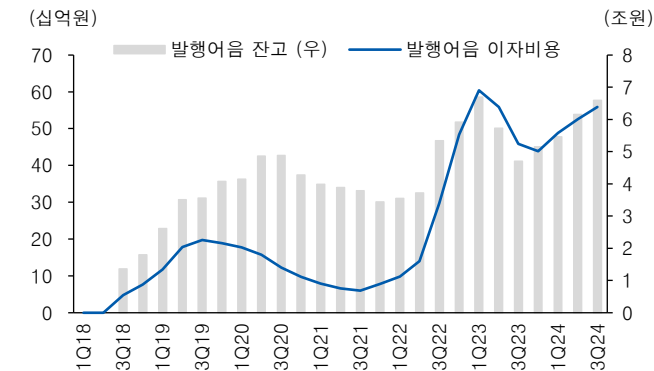
[그림 23] 발행어음 이자비용률 및 국고채 3년물 추이 (한국투자증권)



자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: 연율화 비용률 = 발행어음 이자비용 / 분기 평균잔고 * 400

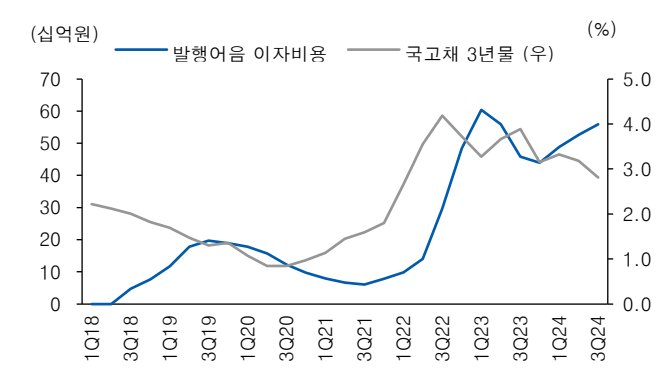
NH투자증권의 3분기 말 발행어음 잔고는 6.6조원으로 자본 대비 90.4% 수준으로 판단된다. 발행어음 잔고의 변동은 금리 상승에 따른 조정으로 판단되며 마진관리를 한 것으로 판단된다. 이에 따라 Trading 이자수지는 안정적인 흐름을 보이고 있으며 향후 금리 하락으로 인한 발행어음 이자비용 개선으로 양호한 Trading 이자수지가 예상된다. 이자비용률 1%p 하락 시 이자비용은 638억원 개선될 전망이다.

[그림 24] 발행어음 잔고 및 이자비용 추이 (NH 투자증권)



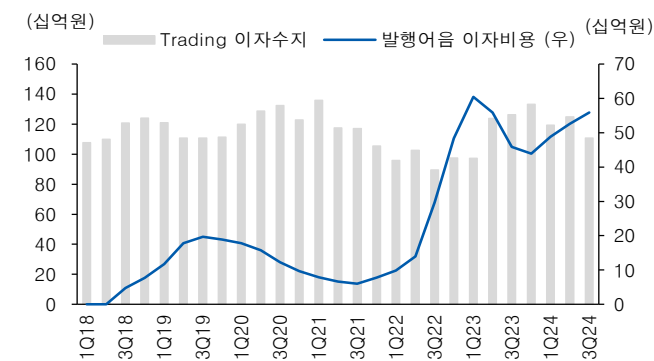
자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 25] 발행어음 이자비용 및 국고채 3년물 추이 (NH 투자증권)



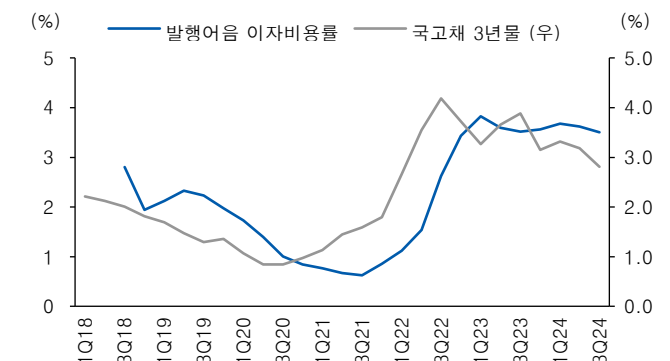
자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 26] Trading 이자수지 및 발행어음 이자비용 추이 (NH 투자증권)



자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 27] 발행어음 이자비용률 및 국고채 3년물 추이 (NH 투자증권)

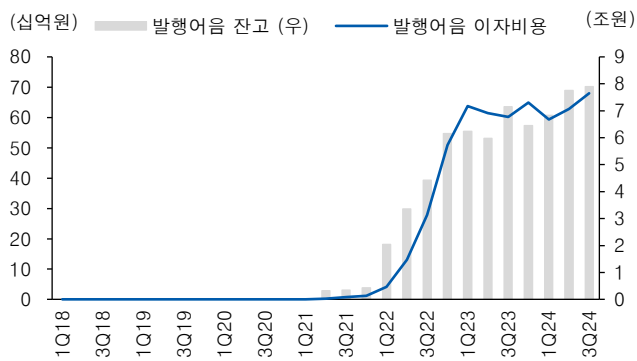


자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: 연율화 비율 = 발행어음 이자비용 / 분기 평균잔고 * 400

미래에셋증권의 3분기 말 발행어음 잔고는 7.9조원으로 자본 대비 80.6% 수준으로 판단된다. 미래에셋증권은 발행어음 인가가 상대적으로 늦어 자본대비 증가 수준은 낮은 것으로 판단된다.

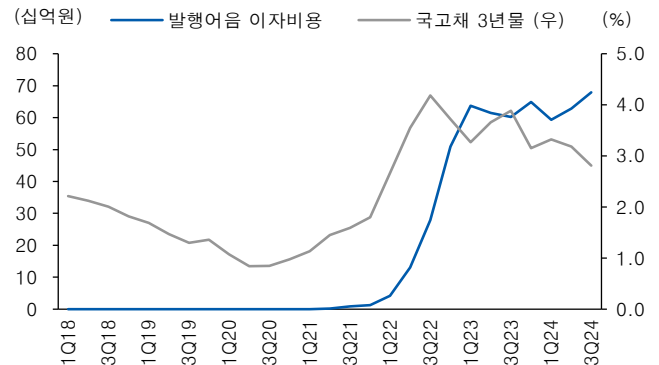
Trading 이자수지는 감소하는 모습인데 발행어음 이자비용의 증가 및 S&T부문을 강화하며 이자수익이 상대적으로 감소한 요인이 복합적으로 반영된 결과로 생각된다. 이자비용률 1%p 하락 시 이자비용은 782억원 개선될 것으로 전망된다.

[그림 28] 발행어음 잔고 및 이자비용 추이 (미래에셋증권)



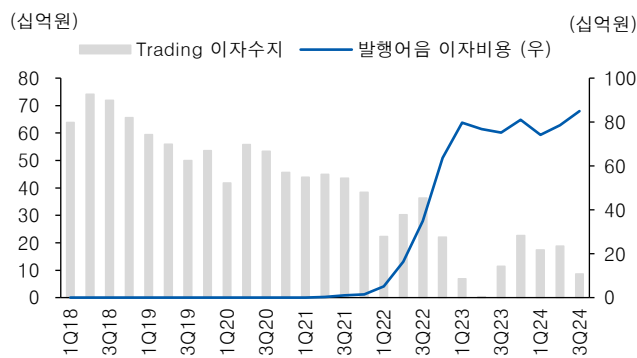
자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 29] 발행어음 이자비용 및 국고채 3년물 추이 (미래에셋증권)



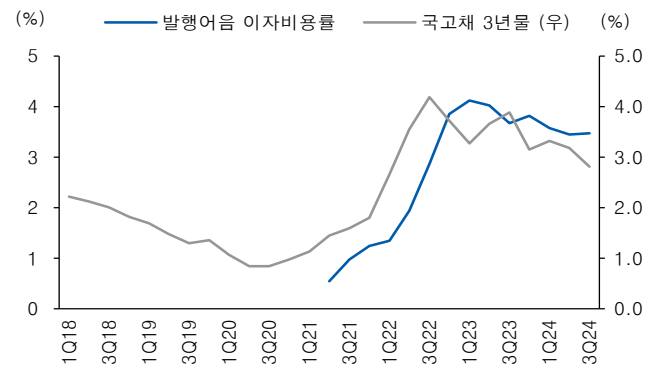
자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 30] Trading 이자수지 및 발행어음 이자비용 추이 (미래에셋증권)



자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 31] 발행어음 이자비용률 및 국고채 3년물 추이 (미래에셋증권)



자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: 연율화 비용률 = 발행어음 이자비용 / 분기 평균잔고 * 400

Top picks: 삼성증권, NH 투자증권, 관심종목: 키움증권

증권업종 톱픽으로 삼성증권과 NH투자증권을 제시한다. 관심종목으로는 키움증권을 제시한다. 삼성증권은 내년 주주환원 정책 개선에 대한 기대감이 존재하며 2024년 예상 배당수익률은 8% 수준으로 커버리지 증권사 중 가장 높은 수준이 예상된다. 또한 운영업수익 대비 해외주식 수수료 비중이 높아 향후 해외주식 거래대금 증가에 따른 수혜 역시 예상된다.

NH투자증권 역시 12월 발표될 기업가치 제고 계획에 대한 기대감이 존재하며 배당수익률은 7% 수준으로 양호할 것으로 전망된다. 또한 IB 수익 비중이 상대적으로 높고 금리 하락에 따라 발행어음 비용 개선으로 이익 역시 양호한 수준이 전망된다.

키움증권은 별도 기준 30%의 주주환원 정책을 제시하고 있으며 배당수익률 역시 6% 수준으로 양호하다 판단된다. 운영업수익에서 Brokerage 수익 비중이 높아 안정적인 수익 증가가 예상되며 IB부문 영업 역시 적극적으로 하고 있다 판단되어 양호한 수익성이 전망된다. RCPS에 대한 우려는 있지만 발행어음 인가 기대감으로 하방 압력은 제한적으로 생각된다.

[표 3] 커버리지 증권사 이슈별 선호

| (십억원) | 주주환원율 | 배당수익률 | 운영업수익 해외수수료 비중 | 발행어음 비용 개선 | 해외연결 | 발행어음 인가 |
|-------|-------|-------|----------------|------------|------|---------|
| 삼성 | 36.4 | 7.9 | 8.9 | | | |
| 미래 | 35.3 | 4.0 | 10.8 | 78.2 | 250 | |
| NH | 53.7 | 7.1 | 5.3 | 63.8 | | |
| 한국 | 22.1 | 5.5 | 3.8 | 161.8 | | |
| 키움 | 29.0 | 6.0 | 10.5 | | | O |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[표 4] Valuation table

| | 삼성증권 | 미래에셋증권 | NH 투자증권 | 한국금융지주 | 키움증권 | 비고 |
|-----------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|-------------------------|
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | |
| 목표주가(A*E) | 63,000 | 10,800 | 18,000 | 95,000 | 165,000 | |
| 상승여력(%) | 34.5 | 26.2 | 34.4 | 25.3 | 29.0 | |
| 현재주가 (11/27) | 46,850 | 8,560 | 13,390 | 75,800 | 127,900 | |
| Target P/B(A=(B-D)/(C-D)) | 0.75 | 0.53 | 0.75 | 0.56 | 0.71 | |
| Average ROE(B) | 12.90 | 7.70 | 9.15 | 12.07 | 15.08 | 2024~2026년 평균 ROE |
| Cost of Equity(C=a+(b*c)+d) | 16.19 | 11.97 | 11.18 | 19.27 | 19.98 | |
| 무위험수익률(a) | 2.88 | 2.88 | 2.88 | 2.88 | 2.88 | 통안채 1년 3M |
| Equity Risk Premium(b) | 5.32 | 5.32 | 5.32 | 5.32 | 5.32 | |
| 조정 Beta(c) | 0.90 | 0.96 | 0.88 | 0.97 | 0.96 | 52주 조정베타 |
| Ri (d) | 8.50 | 4.00 | 3.60 | 11.20 | 12.00 | 과거 COE 상승 고려 추가 반영 |
| G(영구성장률)(D) | 2.91 | 2.91 | 2.91 | 2.91 | 2.91 | Min(ROE*유보율, 국고채30년 3M) |
| ROE*유보율 | 8.27 | 5.51 | 4.53 | 9.43 | 12.04 | |
| 국고 30년 3M | 2.91 | 2.91 | 2.91 | 2.91 | 2.91 | |
| 12M Fwd BPS(E) | 84,210 | 20,503 | 23,927 | 169,728 | 232,144 | |

자료: 유안타증권 리서치센터

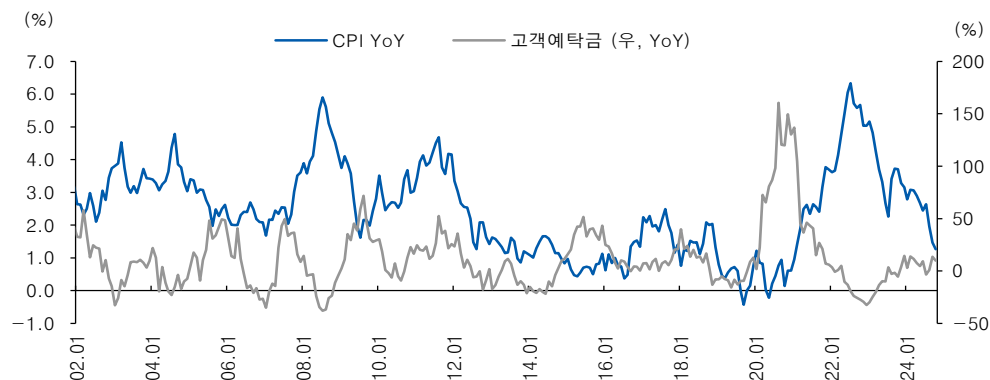
증권업황 주요가정

2025년 일평균거래대금 19.6조원 전망

2025년 일평균거래대금은 2024년 전망치 19.5조원 대비 소폭 상승한 19.6조원이 예상된다. 일평균거래대금은 고객예탁금과 동행하는 모습을 보이는데 2025년은 CPI가 안정화되며 고객예탁금의 하방을 지지할 것으로 판단된다.

10월 말 기준 소비자물가지수는 전년동기대비 1.3% 상승하며 하락추세를 이어가고 있으며 고객예탁금 역시 양호한 증가 흐름을 이어가고 있다 판단된다. 2025년은 소비자물가상승률이 2% 수준에서 안착할 것으로 판단되며 이에 따라 고객예탁금 역시 2024년과 유사한 수준이 예상된다.

[그림 32] CPI 및 고객예탁금 증가율 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 일평균거래대금 전망

| (조원, %) | 2023 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 코스피_일평균거래 | 9.6 | 10.5 | 11.9 | 11.4 | 10.0 | 11.0 | 10.6 |
| 회전율 | 118.7 | 120.7 | 129.4 | 125.2 | 115.8 | 122.8 | 123.5 |
| 코스닥_일평균거래 | 10.0 | 10.9 | 9.0 | 7.4 | 6.7 | 8.5 | 8.9 |
| 회전율 | 612.4 | 651.0 | 523.7 | 464.2 | 440.0 | 519.7 | 515.4 |
| 일평균거래대금 | 19.6 | 21.4 | 20.9 | 18.8 | 16.6 | 19.5 | 19.6 |

자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

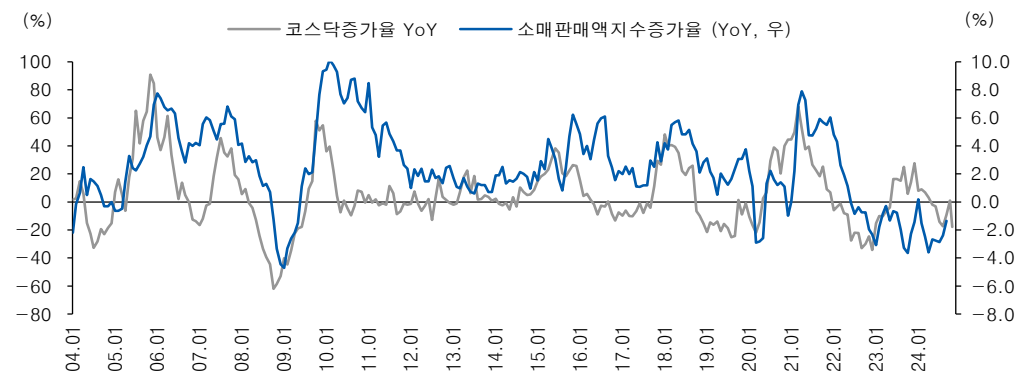
2025년 일평균거래대금은 코스피는 감소하는 반면 코스닥이 상승할 것으로 예상하는데 이는 물가상승률 둔화로 내수가 회복되며 코스닥이 증가할 것으로 전망되기 때문이다. 코스닥 시장은 개인 투자자의 거래비중이 높기 때문에 거래대금 상승에도 긍정적인 것으로 판단된다.

[그림 33] 코스피 및 수출액증가율 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 34] 코스닥 및 소매판매액지수 증가율 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

삼성증권 (016360)

가장 높은 배당수익률 전망

2025년 순이익 4.3% 증가 전망

삼성증권의 2025년 지배주주순이익은 저년 대비 4.3% 증가한 9,478억원이 전망된다. 수수료손익은 Brokerage, WM, IB의 고른 성장으로 전년대비 3.0% 성장할 것으로 예상된다. 다만 Brokerage 관련 이자수익은 금리인하에 따른 마진 감소로 전년 대비 1.9% 감소한 수준이 전망된다. Trading 및 상품손익은 배당&분배금의 안정적 증가 및 금리 인하에 따른 처분평가이익 개선으로 전년 대비 3.3% 증가할 전망이다.

가장 높은 배당수익률 전망

삼성증권은 내년에 기업가치 제고 계획을 발표할 것으로 기대되는데 그룹사인 삼성생명과 삼성화재에서 중장기적으로 총주주환원율을 50%까지 올리겠다고 언급하며 삼성증권 역시 총주주환원율 상승에 대한 기대감이 주가에 반영되고 있다고 생각된다. 다만 그룹사 지분관계 문제로 자사주 매입보다는 현금배당 증가에 초점을 맞출 것으로 판단되며 2024년 예상되는 배당수익률을 8% 수준으로 커버리지 증권사 중 가장 높을 것으로 전망된다. 2024년 예상 DPS는 3,700원이다.

투자의견 Buy, 목표주가 63,000원으로 커버리지 개시, 최선호주

투자의견을 Buy로 제시하는 이유는 1) 주주환원 정책 개선 기대감으로 주가 상승의 모멘텀이 존재하기 때문이며, 2) 상대적으로 높은 해외주식 M/S를 기반으로 해외주식 거래대금 증가에 따른 실적 개선 기대감 역시 존재하기 때문이다. 또한 3) IB 부문 역시 안정적으로 성장하고 있어 실적 안정성 및 주주환원 측면에서 타사 대비 우위에 있다고 판단된다. 업종 최선호주로 제시한다.



우도형 금융
dohyeong.woo@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 63,000원 (I)

현재주가 (11/27) 46,850원

상승여력 34%

시가총액 41,837억원

총발행주식수 89,300,000주

60일 평균 거래대금 123억원

60일 평균 거래량 268,675주

52주 고/저 48,250원 / 35,250원

외인지분율 30.93%

배당수익률 5.40%

주요주주

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (0.6) 0.5 20.9

상대 2.5 8.0 20.5

절대 (달러환산) (1.2) (4.2) 12.8

Quarterly earning Forecasts

(원, %)

| | 4Q24E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|-----------|-------|----------|-------|-------|--------|
| 순영업수익 | 475 | 119.5 | -16.0 | 466 | 2.0 |
| 판관비 | 264 | 23.7 | 12.8 | 259 | 2.0 |
| 총당금전입액 | 212 | 6,211.4 | -36.2 | 207 | 2.0 |
| 영업이익 | 212 | -3,863.5 | -34.2 | 195 | 8.6 |
| 연결순이익 | 157 | -2,297.7 | -34.6 | 153 | 2.6 |
| 순이익(지배주주) | 157.1 | -2,297.7 | -34.6 | 153.9 | 2.1 |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 순영업수익 | 1,398 | 1,669 | 2,246 | 2,314 |
| 영업이익 | 609 | 782 | 1,242 | 1,278 |
| 지배순이익 | 424 | 548 | 908 | 948 |
| PER(배) | 6.6 | 6.3 | 4.5 | 4.3 |
| PBR(배) | 0.45 | 0.52 | 0.56 | 0.54 |
| ROE(%) | 6.9 | 8.5 | 13.0 | 12.8 |
| ROA(%) | 0.7 | 1.0 | 1.5 | 1.5 |

자료: 유안타증권

[표 6] Valuation table

| 항목 | 산식 | 단위 | 수정 전 (-) | 수정 후 (24/11/28) | 비고 |
|--------------|-----------------|----|----------|-----------------|---------------------------|
| 자기자본비용 (COE) | $C=a+(b*c)+d$ | % | | 16.2 | |
| 무위험수익률 | (a) | % | | 2.9 | 통안채 1년 3M |
| Risk Premium | (b) | % | | 5.3 | |
| Beta | (c) | | | 0.9 | 52주 조정베타 사용 |
| Ri | (d) | % | | 8.5 | 과거 COE 수준 고려하여 추가 반영 |
| Average ROE | (B) | % | | 12.9 | 2024~2026년 평균 ROE |
| 영구성장률 | (D) | % | | 2.9 | MIN (ROE*유보율, 국고채 30년 3M) |
| Target PBR | $A=(B-D)/(C-D)$ | X | | 0.75 | |
| 12M Fwd BPS | (E) | 원 | | 84,210 | |
| 목표주가 | $A*E$ | 원 | | 63,000 | |
| 현주가 (11.27) | | 원 | | 46,850 | |
| 상승여력 | | % | | 34.5 | |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[표 7] 실적 추정 변경내역

| (십억원, %) | 기존 추정 | | 신규 추정 | | 변동률 | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 순영업수익 | - | - | 2,246 | 2,314 | 0.0 | 0.0 |
| 영업이익 | - | - | 1,242 | 1,278 | 0.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익 | - | - | 908 | 948 | 0.0 | 0.0 |

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 8] 4분기 실적 전망 (연결기준)

| (십억원, %) | 4Q24E | 컨센서스 | Vs 컨센서스 | YoY | QoQ | 4Q23 | 3Q24 |
|----------|-------|-------|---------|---------|-------|------|-------|
| 순영업수익 | 475 | 466 | 2.0 | 119.5 | -16.0 | 216 | 565 |
| 영업이익 | 212 | 207 | 2.0 | 6,211.4 | -36.2 | 3 | 332 |
| 지배주주순이익 | 157.1 | 153.9 | 2.1 | 흑전 | -34.6 | -7 | 240.3 |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[표 9] 실적 전망 (연결기준)

| (십억원, %, %p) | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24E | YoY | QoQ | 2024E | 2025E | YoY |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|------|
| 순영업수익 | 150 | 560 | 549 | 526 | 437 | 191.3 | -16.8 | 2,073 | 2,195 | 5.9 |
| 수수료손익 | 165 | 236 | 247 | 214 | 195 | 18.2 | -8.9 | 892 | 919 | 3.0 |
| 위탁매매 | 91 | 146 | 139 | 133 | 123.6 | 36.3 | -7.3 | 542 | 558 | 3.0 |
| 자산관리 | 22 | 30 | 38 | 29 | 28 | 27.8 | -6.0 | 125 | 128 | 3.0 |
| IB 및 기타 | 53 | 60 | 70 | 51 | 44 | -17.0 | -14.9 | 226 | 232 | 2.9 |
| B 관련이자수지 | 137 | 130 | 136 | 133 | 124 | -9.1 | -6.5 | 523 | 512 | -1.9 |
| 트레이딩 및 상품손익 | 78 | 247 | 220 | 221 | 166 | 111.6 | -24.8 | 853 | 881 | 3.3 |
| 배당&분배금 | 43 | 47 | 73 | 72 | 51 | 20.0 | -28.2 | 243 | 253 | 4.4 |
| 트레이딩 처분 및 평가 | -110 | 131 | 80 | 88 | 72 | 흑전 | -18.5 | 371 | 382 | 2.9 |
| T 및 상품관련 이자 | 146 | 69 | 67 | 61 | 43 | -70.8 | -30.0 | 239 | 246 | 2.9 |
| 기타영업이익 | -230 | -52 | -54 | -42 | -48 | N/A | N/A | -196 | -118 | N/A |
| 판관비 | 186 | 247 | 237 | 229 | 244 | 31.1 | 6.8 | 957 | 989 | 3.4 |
| 영업이익 | -36 | 313 | 312 | 297 | 193 | 흑전 | -35.0 | 1,116 | 1,205 | 8.0 |
| 영업외손익 | -4 | 1 | 4 | -2 | -1 | N/A | N/A | 2 | -4 | 적전 |
| 세전이익 | -40 | 314 | 316 | 296 | 192 | 흑전 | -34.9 | 1,118 | 1,201 | 7.5 |
| 별도순이익 | -33 | 236 | 236 | 219 | 142 | 흑전 | -35.1 | 833 | 888 | 6.5 |
| 연결순이익(지배주주) | -7 | 253 | 258 | 240 | 157.1 | 흑전 | -34.6 | 908 | 947.8 | 4.3 |
| ROE (연결) | -0.4 | 15.2 | 15.1 | 13.6 | 8.7 | 9.1 | -4.9 | 12.8 | 12.9 | 0.1 |
| ROA (연결) | -0.1 | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 1.0 | 1.1 | -0.5 | 1.5 | 1.5 | 0.0 |
| 자본총계 (연결) | 6,622 | 6,692 | 6,949 | 7,160 | 7,315 | 10.5 | 2.2 | 7,315 | 7,520 | 2.8 |
| 자산총계 (연결) | 56,555 | 60,117 | 62,408 | 62,758 | 62,472 | 10.5 | -0.5 | 62,472 | 63,055 | 0.9 |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

삼성증권 (016360) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 재무상태표 (연결) | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 십억원) | | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 현금 및 예금 | 2,849 | 1,826 | 2,425 | 2,449 | 2,506 |
| 당기손익금융자산 | 27,156 | 33,193 | 33,276 | 33,606 | 34,392 |
| 매도가능금융자산 | 4,515 | 1,639 | 2,586 | 2,826 | 2,943 |
| 종속및관계기업투자 | 176 | 170 | 1,092 | 892 | 870 |
| 대여금 및 수취채권 | 18,847 | 19,479 | 22,825 | 22,932 | 23,189 |
| 신용공여금 | 3,744 | 3,889 | 3,908 | 3,950 | 4,049 |
| 대출금 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 유/무형/기타자산 | 300 | 248 | 268 | 350 | 545 |
| 자산총계 | 53,843 | 56,555 | 62,472 | 63,055 | 64,445 |
| 예수부채 | 13,359 | 14,570 | 14,870 | 14,457 | 14,438 |
| 당기손익금융부채 | 10,276 | 9,980 | 9,593 | 9,756 | 9,922 |
| 매도파생결합증권 | 7,821 | 6,567 | 5,810 | 5,927 | 6,047 |
| 차입부채 | 17,186 | 17,164 | 19,202 | 19,830 | 20,484 |
| 차입금 | 5,010 | 4,810 | 4,080 | 4,080 | 4,080 |
| 발행어음(초대형 IB) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 발행사채 | 3,400 | 2,590 | 3,035 | 3,035 | 3,035 |
| 후순위사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타부채 | 3,425 | 5,628 | 8,458 | 8,458 | 8,458 |
| 부채총계 | 47,646 | 49,932 | 55,157 | 55,535 | 56,336 |
| 지배주주지분 | 6,197 | 6,622 | 7,315 | 7,520 | 8,109 |
| 자본금 | 458 | 458 | 458 | 458 | 458 |
| 자본잉여금 | 1,743 | 1,743 | 1,743 | 1,743 | 1,743 |
| 신종자본증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 3,834 | 4,229 | 4,925 | 5,134 | 5,723 |
| 기타자본 | 162 | 192 | 188 | 184 | 184 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 6,197 | 6,622 | 7,315 | 7,520 | 8,109 |

| 손익계산서 (연결) | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 십억원) | | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 영업수익 | 13,497 | 13,185 | 12,899 | 13,399 | 13,271 |
| 수수료수익 | 894 | 1,000 | 1,106 | 1,137 | 1,189 |
| 위탁매매 | 512 | 602 | 700 | 721 | 742 |
| 자산관리 | 105 | 106 | 132 | 136 | 151 |
| IB+기타 | 277 | 292 | 275 | 280 | 295 |
| 이자수익 | 1,253 | 1,612 | 1,701 | 1,657 | 1,677 |
| 금융상품관련수익 | 11,330 | 10,549 | 9,985 | 10,510 | 10,311 |
| 기타수익 | 20 | 23 | 106 | 95 | 94 |
| 영업비용 | 12,889 | 12,402 | 11,657 | 12,121 | 11,914 |
| 수수료비용 | 181 | 201 | 183 | 178 | 180 |
| 이자비용 | 632 | 963 | 1,008 | 818 | 814 |
| 금융상품관련비용 | 11,250 | 10,031 | 9,379 | 9,995 | 9,777 |
| 기타비용 | 36 | 320 | 85 | 95 | 59 |
| 판관비 | 790 | 887 | 1,003 | 1,035 | 1,083 |
| 영업이익 | 609 | 782 | 1,242 | 1,278 | 1,357 |
| 영업외손익 | 0 | 0 | 1 | 2 | 2 |
| 법인세차감전순이익 | 576 | 748 | 1,216 | 1,281 | 1,360 |
| 당기순이익 | 424 | 548 | 908 | 948 | 1,006 |
| 지배주주순이익 | 424 | 548 | 908 | 948 | 1,006 |

| 자본적정성 | | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: %) | | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 자산/순자산비율 | 8.7 | 8.5 | 8.5 | 8.4 | 7.9 |
| 신 NCR | 1,441 | 1,358 | 1,885 | 1,991 | 2,295 |
| 구 NCR | 174 | 166 | 200 | 205 | 221 |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 손익계산서 (별도) | | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 십억원) | | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 순영업수익 | 1,292 | 1,495 | 2,073 | 2,195 | 2,323 |
| 수수료손익 | 705 | 785 | 892 | 919 | 969 |
| 위탁매매 | 375 | 454 | 542 | 558 | 577 |
| 자산관리 | 102 | 100 | 125 | 128 | 144 |
| IB+기타 | 228 | 230 | 226 | 232 | 248 |
| 위탁매매관련 이자수지 | 460 | 543 | 523 | 512 | 518 |
| 트레이딩 및 상품손익 | 411 | 692 | 853 | 881 | 918 |
| 배당/분배금 | 215 | 207 | 243 | 253 | 261 |
| 처분/평가손익 | 71 | 285 | 371 | 382 | 393 |
| Trading 이자수지 | 125 | 200 | 239 | 246 | 264 |
| 기타수익 | -284 | -524 | -196 | -118 | -83 |
| 판관비 | 770 | 833 | 957 | 989 | 1,038 |
| 영업이익 | 522 | 662 | 1,116 | 1,205 | 1,285 |
| 법인세차감전순이익 | 515 | 660 | 1,118 | 1,201 | 1,281 |
| 당기순이익 | 378 | 483 | 833 | 888 | 946 |

| 성장성 지표 | | | | | |
|-----------|-------|------|-------|-------|-------|
| (단위: %) | | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 자산총계 | -18.1 | 5.0 | 10.5 | 0.9 | 2.2 |
| 부채총계 | -20.1 | 4.8 | 10.5 | 0.7 | 1.4 |
| 자본총계 | 1.9 | 6.9 | 10.5 | 2.8 | 7.8 |
| 지배주주자본 | 1.9 | 6.9 | 10.5 | 2.8 | 7.8 |
| 순영업수익 | -38.1 | 19.4 | 34.5 | 3.0 | 5.5 |
| 판관비 | -12.3 | 12.3 | 13.1 | 3.2 | 4.6 |
| 영업이익 | -55.2 | 28.6 | 58.8 | 2.9 | 6.2 |
| 법인세차감전순이익 | -56.6 | 29.8 | 62.6 | 5.3 | 6.2 |
| 당기순이익 | -56.1 | 29.3 | 65.8 | 4.3 | 6.2 |

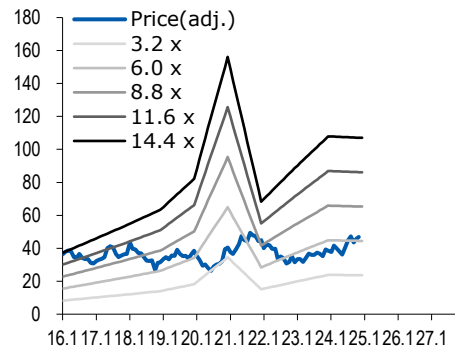
| 수익기여도 (별도) | | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: %) | | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 위탁매매/관련이자수익 | 64.6 | 66.7 | 51.4 | 48.8 | 47.2 |
| 자산관리 | 7.9 | 6.7 | 6.0 | 5.9 | 6.2 |
| 인수/주선/기타 | 17.6 | 15.4 | 10.9 | 10.6 | 10.7 |
| 트레이딩 손익(이자포함) | 31.8 | 46.3 | 41.2 | 40.2 | 39.5 |
| 기타 | -22.0 | -35.1 | -9.4 | -5.4 | -3.6 |
| 영업비용률 | 59.6 | 55.7 | 46.2 | 45.1 | 44.7 |

| 주요지표가정 | | | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 조원, %) | | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| KOSPI market cap | 1,977 | 1,982 | 2,158 | 2,142 | 2,217 |
| 일평균거래대금 | 9.0 | 9.6 | 11.0 | 10.6 | 10.7 |
| KOSDAQ market cap | 365 | 401 | 393 | 407 | 443 |
| 일평균거래대금 | 6.9 | 10.0 | 8.5 | 8.9 | 9.2 |
| 시장일평균거래대금 | 15.9 | 19.6 | 19.5 | 19.6 | 20.0 |
| 회전율 | 167 | 202 | 185 | 191 | 187 |

| 투자지표(연결) | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 원, 배, %) | | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| ROE | 6.9 | 8.5 | 13.0 | 12.8 | 12.9 |
| ROA | 0.7 | 1.0 | 1.5 | 1.5 | 1.6 |
| EPS | 4,747 | 6,137 | 10,173 | 10,614 | 11,270 |
| BVPS | 69,400 | 74,159 | 81,910 | 84,210 | 90,809 |
| DPS | 1,700 | 2,200 | 3,700 | 3,900 | 4,000 |
| P/E | 6.6 | 6.3 | 4.5 | 4.3 | 4.1 |
| P/B | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |

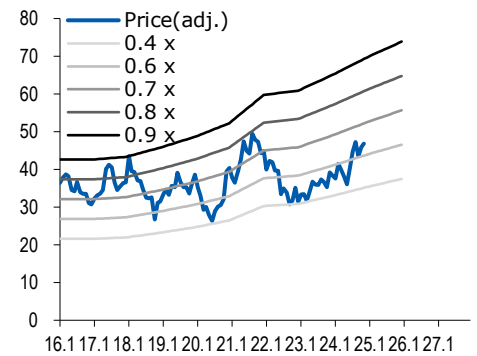
P/E band chart

(천 원)



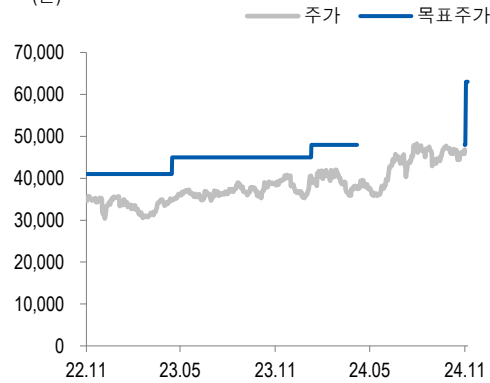
P/B band chart

(천 원)



삼성증권 (016360) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2024-11-28 | BUY | 63,000 | 1년 | | |
| | 담당자변경 | | | | |
| 2024-02-05 | BUY | 48,000 | 1년 | -17.72 | -12.50 |
| 2023-05-12 | BUY | 45,000 | 1년 | -17.53 | -9.44 |
| 2022-10-04 | BUY | 41,000 | 1년 | -18.79 | -12.80 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0 |
| Buy(매수) | 87.9 |
| Hold(중립) | 12.1 |
| Sell(비중축소) | 0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2024-11-27

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **우도형**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

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

미래에셋증권 (006800)

개선될 일만 남았다

2025년 순이익 7.0% 감소 전망

미래에셋증권의 2025년 지배주주순이익은 전년 대비 7.0% 감소한 8,507억원이 전망된다. 이는 2024년 홍콩법인 감자차익 1,300억원 및 빌딩 매각익 약 2,200억원 (매각가 3,700, 장부가 1,500억원)의 일회성요인 발생에 기인한다. 수수료손익은 Brokerage, WM의 고른 성장 및 IB부문의 수익 회복으로 전년 대비 7.4% 증가할 것으로 전망된다. Trading 및 상품손익이 전년 대비 15.2% 감소가 전망된다. 이유는 2024년 시중금리 인하로 양호한 채권 평가이익 시현 기저효과 및 보수적 추정에 기인한다. 2025년 연결순이익과 별도순이익의 차이는 1,648억원을 전망하는데 이는 해외 투자목적 자산평가이익 개선 및 해외법인 수익성 회복, 마지막으로 쉐어칸 연결이익 반영을 보수적으로 가정한 수치이다.

이익체력은 개선 중

미래에셋증권의 경우 해외대체투자 관련 평가손실이 주요한 실적 부진 이유로 자리잡고 있다. 2분기 전체 평가이익이 플러스로 전환 (해외부동산 평가손 600억원, Pre ipo 평가익 650억원) 했지만 3분기 해외부동산 평가손 850억원 발생 및 Pre ipo 평가익 250억원으로 600억원의 손실이 발생했다. 4분기 역시 해외부동산 관련 평가손 발생 우려는 존재하나 Pre ipo 평가익이 점차 증가하며 이를 상쇄할 것으로 생각된다.

투자의견 Buy, 목표주가 10,800원으로 커버리지 개시

투자의견을 Buy로 제시하는 이유는 1) WM 및 IB부문의 실적 개선 및 2) 해외투자목적자산의 평가이익이 증가하며 향후 양호한 수익성이 예상되기 때문이다. 이에 따라 주주환원 금액도 안정적인 증가가 예상되며 주가 상승에 긍정적으로 판단된다.



우도형 금융
dohyeong.woo@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 10,800원 (I)

현재주가 (11/27) 8,560원

상승여력 26%

| | |
|-------------|-----------------|
| 시가총액 | 57,192억원 |
| 총발행주식수 | 739,392,158주 |
| 60일 평균 거래대금 | 67억원 |
| 60일 평균 거래량 | 771,187주 |
| 52주 고/저 | 9,230원 / 6,430원 |
| 외인지분율 | 13.22% |
| 배당수익률 | 3.30% |
| 주요주주 | 미래에셋캐피탈 외 15 인 |

| 주가수익률 (%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
|-----------|-------|-------|------|
| 절대 | (6.6) | 0.9 | 17.3 |
| 상대 | (3.6) | 8.5 | 16.9 |
| 절대 (달러환산) | (7.1) | (3.8) | 9.4 |

Quarterly earning Forecasts

(원, %)

| | 4Q24E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|-----------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 순영업수익 | 555 | 136.1 | -27.4 | 557 | -0.4 |
| 판관비 | 379 | 16.5 | -3.6 | 378 | 0.3 |
| 총당금전입액 | 176 | -294.5 | -52.6 | 179 | -1.9 |
| 영업이익 | 361 | -336.9 | 1.1 | 347 | 4.0 |
| 연결순이익 | 261 | -320.9 | -10.1 | 248 | 5.2 |
| 순이익(지배주주) | 259.9 | -317.2 | -10.7 | 250.7 | 3.7 |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 순영업수익 | 2,176 | 1,887 | 2,696 | 2,719 |
| 영업이익 | 836 | 521 | 1,090 | 1,154 |
| 지배순이익 | 639 | 327 | 914 | 851 |
| PER(배) | 5.9 | 14.1 | 5.3 | 5.6 |
| PBR(배) | 0.37 | 0.42 | 0.42 | 0.40 |
| ROE(%) | 6.16 | 3.07 | 8.10 | 7.30 |
| ROA(%) | 0.6 | 0.3 | 0.7 | 0.6 |

자료: 유안타증권

[표 10] Valuation table

| 항목 | 산식 | 단위 | 수정 전 (-) | 수정 후 (24/11/28) | 비고 |
|--------------|-----------------|----|----------|-----------------|---------------------------|
| 자기자본비용 (COE) | $C=a+(b*c)+d$ | % | | 12.0 | |
| 무위험수익률 | (a) | % | | 2.88 | 통안채 1년 3M |
| Risk Premium | (b) | % | | 5.32 | |
| Beta | (c) | | | 0.96 | 104주 조정베타 사용 |
| Ri | (d) | % | | 4.00 | 과거 COE 수준 고려하여 추가 반영 |
| Average ROE | (B) | % | | 7.7 | 2024~2026년 평균 ROE |
| 영구성장률 | (D) | % | | 2.9 | MIN (ROE*유보율, 국고채 30년 3M) |
| Target PBR | $A=(B-D)/(C-D)$ | X | | 0.53 | |
| 12M Fwd BPS | (E) | 원 | | 20,503 | |
| 목표주가 | $A*E$ | 원 | | 10,800 | |
| 현주가 (11.27) | | 원 | | 8,560 | |
| 상승여력 | | % | | 26.2 | |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[표 11] 실적 추정 변경내역

| (십억원, %) | 기존 추정 | | 신규 추정 | | 변동률 | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 순영업수익 | - | - | 2,696 | 2,719 | 0.0 | 0.0 |
| 영업이익 | - | - | 1,090 | 1,154 | 0.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익 | - | - | 914 | 851 | 0.0 | 0.0 |

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 12] 4분기 실적 전망 (연결기준)

| (십억원, %) | 4Q24E | 컨센서스 | Vs 컨센서스 | YoY | QoQ | 4Q23 | 3Q24 |
|----------|-------|-------|---------|-------|-------|------|-------|
| 순영업수익 | 555 | 557 | -0.4 | 136.1 | -27.4 | 235 | 764 |
| 영업이익 | 176 | 179 | -1.9 | 흑전 | -52.6 | -90 | 371 |
| 지배주주순이익 | 259.9 | 250.7 | 3.7 | 흑전 | -10.7 | -120 | 291.2 |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[표 13] 실적 전망 (연결기준)

| (십억원, %, %p) | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24E | YoY | QoQ | 2024E | 2025E | YoY |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|---------|---------|-------|
| 순영업수익 | 201 | 549 | 551 | 573 | 420 | 109.4 | -26.7 | 2,093 | 2,050 | -2.1 |
| 수수료손익 | 174 | 242 | 240 | 249 | 224 | 28.5 | -9.9 | 955 | 1,026 | 7.4 |
| 위탁매매 | 96 | 161 | 152 | 155 | 141 | 47.4 | -8.9 | 608 | 639 | 5.1 |
| 자산관리 | 55 | 62 | 69 | 68 | 64 | 15.1 | -6.2 | 262 | 269 | 2.7 |
| IB 및 기타 | 23 | 20 | 20 | 26 | 19 | -17.1 | -25.6 | 85 | 119 | 38.8 |
| B 관련이자수지 | 102 | 109 | 118 | 110 | 100 | -1.9 | -9.0 | 436 | 427 | -2.2 |
| 트레이딩 및 상품손익 | 116 | 185 | 178 | 213 | 110 | -5.4 | -48.6 | 685 | 581 | -15.2 |
| 배당&분배금 | 33 | 108 | 113 | 72 | 34 | 3.0 | -53.1 | 327 | 337 | 3.0 |
| 트레이딩 처분 및 평가 | 55 | 55 | 41 | 130 | 63 | 16.0 | -51.3 | 290 | 130 | -55.1 |
| T 및 상품관련 이자 | 28 | 22 | 23 | 11 | 12 | -56.3 | 14.4 | 69 | 114 | 66.1 |
| 기타영업이익 | -191 | 13 | 15 | 1 | -15 | N/A | 적전 | 14 | 12 | -15.7 |
| 판관비 | 225 | 278 | 309 | 283 | 264 | 17.5 | -6.7 | 1,134 | 1,095 | -3.4 |
| 영업이익 | -24 | 271 | 242 | 289 | 156 | 흑전 | -46.2 | 959 | 954 | -0.5 |
| 영업외손익 | 12 | -28 | -21 | 43 | 170 | 1,369.5 | 295.0 | 164 | -16 | 적전 |
| 세전이익 | -13 | 244 | 221 | 332 | 326 | 흑전 | -2.0 | 1,123 | 938 | -16.4 |
| 별도순이익 | 13 | 175 | 169 | 265 | 238 | 1,773.4 | -10.1 | 847 | 686 | -19.0 |
| 연결순이익(지배주주) | -120 | 165 | 199 | 291 | 260 | 흑전 | -10.7 | 914 | 851 | -7.0 |
| ROE (연결) | -4.3 | 5.9 | 7.1 | 10.3 | 9.1 | 13.4 | -1.2 | 7.3 | 7.7 | 0.4 |
| ROA (연결) | -0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 0.8 | 1.1 | -0.1 | 0.7 | 0.6 | -0.1 |
| 자본총계 (연결) | 11,081 | 11,128 | 11,359 | 11,291 | 11,511 | 3.9 | 1.9 | 11,511 | 11,800 | 2.5 |
| 자산총계 (연결) | 128,177 | 136,542 | 139,859 | 135,390 | 135,221 | 5.5 | -0.1 | 135,221 | 136,356 | 0.8 |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

미래에셋증권 (006800) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 재무상태표 (연결) (단위: 십억원) | | | | | |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 현금 및 예금 | 2,848 | 1,751 | 1,865 | 1,876 | 1,896 |
| 당기손익금융자산 | 37,844 | 43,496 | 48,862 | 49,368 | 50,343 |
| 매도가능금융자산 | 17,247 | 17,374 | 17,427 | 17,571 | 17,963 |
| 종속및관계기업투자 | 1,711 | 2,022 | 2,046 | 2,190 | 2,355 |
| 대여금 및 수취채권 | 34,154 | 45,542 | 47,280 | 47,464 | 47,818 |
| 신용공여금 | 11,411 | 14,225 | 15,802 | 15,875 | 16,016 |
| 대출금 | 757 | 1,145 | 1,130 | 1,130 | 1,130 |
| 유/무형/기타자산 | 12,410 | 17,992 | 17,740 | 17,886 | 18,167 |
| 자산총계 | 106,213 | 128,177 | 135,221 | 136,356 | 138,542 |
| 예수부채 | 9,651 | 10,291 | 10,934 | 10,396 | 10,374 |
| 당기손익금융부채 | 14,964 | 14,229 | 12,502 | 12,688 | 12,879 |
| 매도파생결합증권 | 10,468 | 9,618 | 7,086 | 7,229 | 7,375 |
| 차입부채 | 52,059 | 67,600 | 75,316 | 76,513 | 77,968 |
| 차입금 | 8,663 | 10,625 | 10,502 | 10,502 | 10,502 |
| 발행어음(초대형 IB) | 6,150 | 6,449 | 8,008 | 8,240 | 8,690 |
| 발행사채 | 8,686 | 7,512 | 8,101 | 8,101 | 8,101 |
| 후순위사채 | 1,000 | 1,000 | 1,370 | 1,370 | 1,370 |
| 기타부채 | 10,493 | 17,306 | 16,691 | 16,691 | 16,691 |
| 부채총계 | 95,853 | 116,938 | 123,543 | 124,389 | 126,013 |
| 지배주주지분 | 10,239 | 11,081 | 11,511 | 11,800 | 12,363 |
| 자본금 | 4,102 | 4,102 | 4,102 | 4,102 | 4,102 |
| 자본잉여금 | 2,160 | 2,158 | 2,157 | 2,157 | 2,157 |
| 신종자본증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 4,561 | 4,821 | 5,536 | 5,823 | 6,386 |
| 기타자본 | -584 | 1 | -284 | -282 | -282 |
| 비지배주주지분 | 122 | 158 | 167 | 167 | 167 |
| 자본총계 | 10,360 | 11,239 | 11,677 | 11,966 | 12,530 |

| 손익계산서 (연결) (단위: 십억원) | | | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 영업수익 | 19,161 | 20,359 | 20,451 | 22,713 | 22,317 |
| 수수료수익 | 1,217 | 1,138 | 1,282 | 1,353 | 1,387 |
| 위탁매매 | 613 | 636 | 791 | 826 | 832 |
| 자산관리 | 235 | 233 | 265 | 272 | 279 |
| IB+기타 | 369 | 269 | 226 | 254 | 276 |
| 이자수익 | 2,172 | 4,314 | 5,859 | 6,141 | 6,172 |
| 금융상품관련수익 | 15,368 | 14,396 | 12,701 | 14,523 | 14,064 |
| 기타수익 | 405 | 512 | 609 | 696 | 694 |
| 영업비용 | 18,326 | 19,838 | 19,360 | 21,559 | 21,076 |
| 수수료비용 | 265 | 238 | 265 | 253 | 253 |
| 이자비용 | 1,672 | 3,949 | 5,483 | 5,721 | 5,700 |
| 금융상품관련비용 | 14,780 | 13,951 | 11,743 | 13,972 | 13,463 |
| 기타비용 | 268 | 334 | 378 | 518 | 517 |
| 판관비 | 1,340 | 1,366 | 1,606 | 1,564 | 1,610 |
| 영업이익 | 836 | 521 | 1,090 | 1,154 | 1,241 |
| 영업외손익 | -9 | -142 | 136 | 44 | 68 |
| 법인세차감전순이익 | 826 | 379 | 1,227 | 1,198 | 1,309 |
| 당기순이익 | 660 | 338 | 923 | 855 | 936 |
| 지배주주순이익 | 639 | 327 | 914 | 851 | 932 |

| 자본적정성 (단위: %) | | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 자산/순자산비율 | 10.3 | 11.4 | 11.6 | 11.4 | 11.1 |
| 신 NCR | 1,871 | 2,132 | 2,141 | 2,274 | 2,533 |
| 구 NCR | 146 | 151 | 148 | 151 | 156 |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 손익계산서 (별도) (단위: 십억원) | | | | | |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 순영업수익 | 1,548 | 1,477 | 2,093 | 2,050 | 2,185 |
| 수수료손익 | 895 | 844 | 955 | 1,026 | 1,059 |
| 위탁매매 | 446 | 479 | 608 | 639 | 645 |
| 자산관리 | 232 | 229 | 262 | 269 | 275 |
| IB+기타 | 217 | 136 | 85 | 119 | 139 |
| 위탁매매관련 이자수지 | 406 | 421 | 436 | 427 | 432 |
| 트레이딩 및 상품손익 | 231 | 392 | 685 | 581 | 677 |
| 배당/분배금 | 261 | 347 | 327 | 337 | 347 |
| 처분/평가손익 | -169 | -6 | 290 | 130 | 170 |
| Trading 이자수지 | 139 | 52 | 69 | 114 | 160 |
| 기타수익 | 16 | -179 | 14 | 12 | 12 |
| 판관비 | 994 | 971 | 1,134 | 1,095 | 1,144 |
| 영업이익 | 553 | 506 | 959 | 954 | 1,041 |
| 법인세차감전순이익 | 558 | 232 | 1,123 | 938 | 1,049 |
| 당기순이익 | 401 | 237 | 847 | 686 | 767 |

| 성장성 지표 (단위: %) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 자산총계 | -2.6 | 20.7 | 5.5 | 0.8 | 1.6 |
| 부채총계 | -2.6 | 22.0 | 5.6 | 0.7 | 1.3 |
| 자본총계 | -2.4 | 8.5 | 3.9 | 2.5 | 4.7 |
| 지배주주자본 | -2.6 | 8.2 | 3.9 | 2.5 | 4.8 |
| 순영업수익 | -26.9 | -13.3 | 42.9 | 0.8 | 4.9 |
| 판관비 | -10.2 | 1.9 | 17.5 | -2.6 | 2.9 |
| 영업이익 | -43.8 | -37.6 | 109.3 | 5.9 | 7.5 |
| 법인세차감전순이익 | -49.7 | -54.1 | 223.6 | -2.3 | 9.2 |
| 당기순이익 | -44.4 | -48.8 | 173.1 | -7.3 | 9.5 |

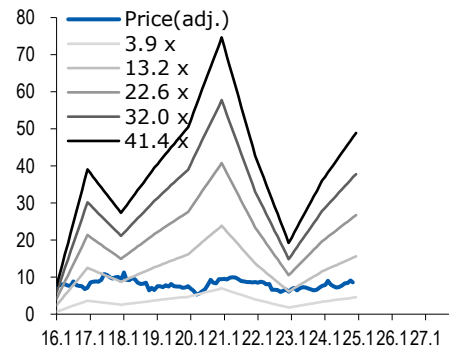
| 수익기여도 (별도) (단위: %) | | | | | |
|--------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 위탁매매/관련이자수익 | 55.1 | 60.9 | 49.9 | 52.0 | 49.3 |
| 자산관리 | 15.0 | 15.5 | 12.5 | 13.1 | 12.6 |
| 인수/주선/기타 | 14.0 | 9.2 | 4.1 | 5.8 | 6.4 |
| 트레이딩 손익(이자포함) | 14.9 | 26.5 | 32.8 | 28.3 | 31.0 |
| 기타 | 1.0 | -12.1 | 0.7 | 0.6 | 0.5 |
| 영업비용률 | 64.3 | 65.7 | 54.2 | 53.4 | 52.3 |

| 주요지표가정 (단위: 조원, %) | | | | | |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| KOSPI market cap | 1,977 | 1,982 | 2,158 | 2,142 | 2,217 |
| 일평균거래대금 | 9.0 | 9.6 | 11.0 | 10.6 | 10.7 |
| KOSDAQ market cap | 365 | 401 | 393 | 407 | 443 |
| 일평균거래대금 | 6.9 | 10.0 | 8.5 | 8.9 | 9.2 |
| 시장일평균거래대금 | 15.9 | 19.6 | 19.5 | 19.6 | 20.0 |
| 회전율 | 167 | 202 | 185 | 191 | 187 |

| 투자지표(연결) (단위: 원, 배, %) | | | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| ROE | 6.2 | 3.1 | 8.1 | 7.3 | 7.7 |
| ROA | 0.6 | 0.3 | 0.7 | 0.6 | 0.7 |
| EPS | 1,038 | 540 | 1,589 | 1,518 | 1,708 |
| BVPS | 16,617 | 18,281 | 20,001 | 21,052 | 22,663 |
| DPS | 200 | 150 | 340 | 345 | 350 |
| P/E | 5.9 | 14.1 | 5.3 | 5.6 | 4.9 |
| P/B | 0.37 | 0.42 | 0.42 | 0.40 | 0.37 |

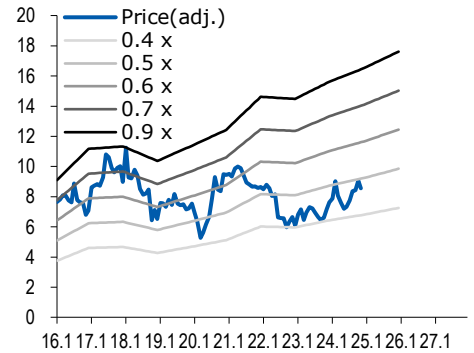
P/E band chart

(천 원)



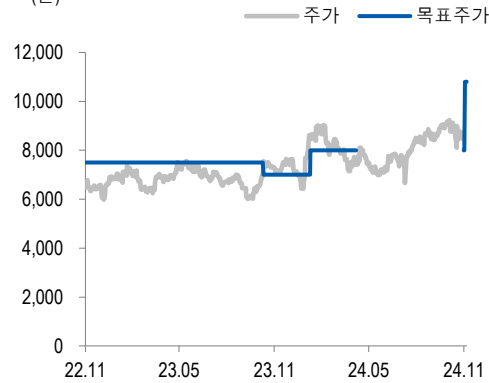
P/B band chart

(천 원)



미래에셋증권 (006800) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2024-11-28 | BUY | 10,800 | 1년 | | |
| | 담당자변경 | | | | |
| 2024-02-05 | HOLD | 8,000 | 1년 | 1.84 | -10.63 |
| 2023-11-06 | HOLD | 7,000 | 1년 | 4.25 | -8.14 |
| 2023-02-03 | HOLD | 7,500 | 1년 | -8.62 | 0.80 |
| 2022-11-11 | BUY | 7,500 | 1년 | -12.14 | -6.00 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자여건 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0 |
| Buy(매수) | 87.9 |
| Hold(중립) | 12.1 |
| Sell(비중축소) | 0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2024-11-27

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **우도형**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

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

NH투자증권 (005940)

주주환원 관련 기대감 상승 중

2025년 순이익 3.1% 증가 전망

NH투자증권의 2025년 지배주주순이익은 저년 대비 3.1% 증가한 7,386억원이 전망된다. 수수료손익은 Brokerage, WM, IB의 고른 성장으로 전년대비 3.3% 성장할 것으로 예상된다. 다만 Brokerage 관련 이자수익은 금리인하에 따른 마진 감소로 전년 대비 7.3% 감소한 수준이 전망된다. Trading 및 상품손익은 배당&분배금의 안정적 증가 및 발행어음 비용 감소로 전년대비 2.0% 증가할 것으로 예상된다.

기업가치 제고 계획 12월 발표 예정

NH투자증권은 12월 기업가치 제고 계획을 발표할 것으로 공시했으며 양호한 수준의 주주환원정책이 기대된다. 현재 NH투자증권이 내부적으로 소통하고 있는 주주환원 정책은 별도 기준 배당성향 40% 수준 차감 후 나머지 금액에서 법정준비금을 제외한 금액의 50%에 해당하는 순이익을 자사주 매입/소각을 하는 것인데 단순 계산으로는 별도기준 최대 72%의 (40% 배당성향 + 4% 준비금 + 56%/2 자사주 매입) 주주환원율이 예상된다. 이번 12월 기업가치 제고 계획은 기존 주주환원정책과 크게 방향성은 다르지 않을 것으로 판단되는데 현재 기준은 최대 주주환원율만 제시한 상태로 구체적인 기준은 없어 이 부분에 대한 디테일이 추가될 것으로 기대된다.

투자의견 Buy, 목표주가 18,000원으로 커버리지 개시

투자의견을 Buy로 제시하는 이유는 1) 양호한 주주환원 정책으로 타사 대비 높은 PBR의 당위성이 존재하고 관련 프리미엄은 지속될 것으로 판단되며, 2) 전통 IB 실적 개선 및 발행어음 비용 개선으로 IB 부문 역시 안정적인 성장이 기대되기 때문이다.



우도형 금융
dohyeong.woo@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 18,000원 (I)

현재주가 (11/27) 13,390원

상승여력 38%

시가총액 46,136억원

총발행주식수 346,363,267주

60일 평균 거래대금 70억원

60일 평균 거래량 514,412주

52주 고/저 14,200원 / 9,730원

외인지분율 18.12%

배당수익률 8.00%

주요주주 농협금융지주 외 4인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (1.1) (3.3) 28.4

상대 2.1 3.9 28.0

절대 (달러환산) (1.7) (7.8) 19.8

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

| | 4Q24E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|-----------|-------|--------|-------|------|--------|
| 순영업수익 | 449 | 18.8 | -1.5 | 453 | -0.9 |
| 판관비 | 253 | 4.2 | -5.7 | 263 | -4.1 |
| 영업이익 | 196 | 45.0 | 4.3 | 190 | 3.5 |
| 세전이익 | 184 | 43.4 | -9.4 | 183 | 0.8 |
| 연결순이익 | 140 | 63.3 | -9.3 | 135 | 3.4 |
| 순이익(지배주주) | 139.7 | 57.2 | -9.2 | 135 | 3.3 |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 순영업수익 | 1,366 | 1,678 | 2,008 | 2,079 |
| 영업이익 | 521 | 726 | 930 | 967 |
| 지배순이익 | 303 | 556 | 716 | 739 |
| PER(배) | 10.1 | 6.5 | 6.4 | 6.2 |
| PBR(배) | 0.42 | 0.47 | 0.57 | 0.56 |
| ROE(%) | 4.3 | 7.5 | 9.2 | 9.1 |
| ROA(%) | 0.5 | 1.0 | 1.2 | 1.2 |

자료: 유안타증권

[표 14] Valuation table

| 항목 | 산식 | 단위 | 수정 전 (-) | 수정 후 (24/11/28) | 비고 |
|--------------|-----------------|----|----------|-----------------|---------------------------|
| 자기자본비용 (COE) | $C=a+(b*c)+d$ | % | | 11.2 | |
| 무위험수익률 | (a) | % | | 2.9 | 통안채 1년 3M |
| Risk Premium | (b) | % | | 5.3 | |
| Beta | (c) | | | 0.9 | 104주 조정베타 사용 |
| Ri | (d) | % | | 3.6 | 과거 COE 수준 고려하여 추가 반영 |
| Average ROE | (B) | % | | 9.1 | 2024~2026년 평균 ROE |
| 영구성장률 | (D) | % | | 2.9 | MIN (ROE*유보율, 국고채 30년 3M) |
| Target PBR | $A=(B-D)/(C-D)$ | X | | 0.75 | |
| 12M Fwd BPS | (E) | 원 | | 23,927 | |
| 목표주가 | $A*E$ | 원 | | 18,000 | |
| 현주가 (11.27) | | 원 | | 13,390 | |
| 상승여력 | | % | | 34.4 | |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[표 15] 실적 추정 변경내역

| (십억원, %) | 기존 추정 | | 신규 추정 | | 변동률 | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 순영업수익 | - | - | 2,008 | 2,079 | 0.0 | 0.0 |
| 영업이익 | - | - | 930 | 967 | 0.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익 | - | - | 716 | 739 | 0.0 | 0.0 |

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 16] 4분기 실적 전망 (연결기준)

| (십억원, %) | 4Q24E | 컨센서스 | Vs 컨센서스 | YoY | QoQ | 4Q23 | 3Q24 |
|----------|-------|-------|---------|------|------|------|-------|
| 순영업수익 | 449 | 453 | -0.9 | 18.8 | -1.5 | 378 | 456 |
| 영업이익 | 196 | 190 | 3.5 | 45.0 | 4.3 | 135 | 188 |
| 지배주주순이익 | 139.7 | 135.2 | 3.3 | 57.2 | -9.2 | 89 | 153.9 |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[표 17] 실적 전망 (연결기준)

| (십억원, %, %p) | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24E | YoY | QoQ | 2024E | 2025E | YoY |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|------|
| 순영업수익 | 340 | 509 | 514 | 442 | 423 | 24.7 | -4.2 | 1,888 | 1,957 | 3.6 |
| 수수료손익 | 189 | 241 | 226 | 240 | 213 | 12.7 | -11.1 | 920 | 950 | 3.3 |
| 위탁매매 | 79 | 110 | 104 | 101 | 91 | 14.9 | -9.7 | 406 | 418 | 3.0 |
| 자산관리 | 20 | 30 | 29 | 22 | 21 | 5.2 | -5.3 | 102 | 105 | 3.0 |
| IB 및 기타 | 90 | 100 | 93 | 117 | 101 | 12.3 | -13.5 | 412 | 426 | 3.6 |
| B 관련이자수지 | 81 | 85 | 82 | 85 | 81 | -0.2 | -4.6 | 333 | 309 | -7.3 |
| 트레이딩 및 상품손익 | 140 | 195 | 233 | 137 | 151 | 8.4 | 10.4 | 716 | 730 | 2.0 |
| 배당&분배금 | 63 | 66 | 73 | 65 | 65 | 3.0 | -0.9 | 270 | 278 | 3.0 |
| 트레이딩 처분 및 평가 | -57 | 10 | 35 | -39 | -7 | N/A | N/A | -2 | -6 | N/A |
| T 및 상품관련 이자 | 133 | 119 | 125 | 111 | 101 | -24.4 | -9.1 | 456 | 485 | 6.5 |
| 기타영업이익 | -70 | -12 | -27 | -20 | -22 | N/A | N/A | -81 | -32 | N/A |
| 판관비 | 222 | 241 | 274 | 246 | 231 | 4.3 | -6.0 | 991 | 1,026 | 3.5 |
| 영업이익 | 118 | 268 | 241 | 196 | 192 | 62.9 | -2.0 | 897 | 931 | 3.8 |
| 영업외손익 | -5 | -4 | -15 | 6 | -17 | N/A | 적전 | -30 | -20 | N/A |
| 세전이익 | 113 | 264 | 226 | 202 | 175 | 54.6 | -13.2 | 867 | 911 | 5.0 |
| 별도순이익 | 72 | 205 | 155 | 150 | 127 | 76.6 | -15.4 | 636 | 659 | 3.5 |
| 연결순이익(지배주주) | 89 | 225 | 197 | 154 | 140 | 57.2 | -9.2 | 716 | 738.6 | 3.1 |
| ROE (연결) | 4.7 | 11.9 | 10.3 | 7.9 | 7.0 | 2.3 | -0.8 | 9.1 | 9.2 | 0.1 |
| ROA (연결) | 0.6 | 1.6 | 1.3 | 1.0 | 0.9 | 0.2 | -0.1 | 1.2 | 1.2 | 0.0 |
| 자본총계 (연결) | 7,612 | 7,580 | 7,791 | 7,897 | 8,020 | 5.4 | 1.5 | 8,020 | 8,271 | 3.1 |
| 자산총계 (연결) | 56,698 | 58,713 | 61,206 | 64,003 | 61,746 | 8.9 | -3.5 | 61,746 | 62,553 | 1.3 |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

NH 투자증권 (005940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 재무상태표 (연결) (단위: 십억십억원) | | | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 현금 및 예금 | 1,967 | 2,175 | 2,813 | 2,845 | 2,894 |
| 당기손익금융자산 | 24,979 | 27,337 | 31,169 | 31,567 | 32,156 |
| 매도가능금융자산 | 8,434 | 7,009 | 7,776 | 7,894 | 8,049 |
| 종속및관계기업투자 | 398 | 337 | 328 | 334 | 364 |
| 대여금 및 수취채권 | 16,842 | 18,828 | 19,073 | 19,240 | 19,488 |
| 신용공여금 | 3,180 | 3,471 | 3,310 | 3,354 | 3,419 |
| 대출금 | 1,384 | 1,735 | 29 | 29 | 29 |
| 유/무형/기타자산 | 808 | 1,012 | 587 | 673 | 800 |
| 자산총계 | 53,428 | 56,698 | 61,746 | 62,553 | 63,751 |
| 예수부채 | 5,600 | 7,177 | 7,347 | 7,008 | 6,994 |
| 당기손익금융부채 | 13,916 | 12,755 | 11,208 | 11,375 | 11,545 |
| 매도파생결합증권 | 7,877 | 7,991 | 7,172 | 7,317 | 7,464 |
| 차입부채 | 18,026 | 18,919 | 24,606 | 25,334 | 26,102 |
| 차입금 | 4,206 | 5,117 | 6,978 | 6,978 | 6,978 |
| 발행어음(초대형 IB) | 5,920 | 5,148 | 6,682 | 6,908 | 7,154 |
| 발행사채 | 3,518 | 2,915 | 2,466 | 2,466 | 2,466 |
| 후순위사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타부채 | 5,140 | 7,318 | 8,098 | 8,098 | 8,098 |
| 부채총계 | 46,200 | 49,084 | 53,724 | 54,281 | 55,205 |
| 지배주주지분 | 7,223 | 7,612 | 8,020 | 8,271 | 8,544 |
| 자본금 | 1,783 | 1,783 | 1,783 | 1,783 | 1,783 |
| 자본잉여금 | 1,883 | 1,882 | 1,882 | 1,882 | 1,882 |
| 신종자본증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 3,274 | 3,585 | 3,958 | 4,208 | 4,481 |
| 기타자본 | 284 | 362 | 397 | 398 | 398 |
| 비지배주주지분 | 5 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 자본총계 | 7,228 | 7,613 | 8,021 | 8,273 | 8,546 |

| 손익계산서 (연결) (단위: 십억십억원) | | | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 영업수익 | 12,657 | 11,444 | 10,073 | 11,649 | 11,156 |
| 수수료수익 | 1,031 | 1,039 | 1,144 | 1,186 | 1,220 |
| 위탁매매 | 467 | 502 | 529 | 541 | 554 |
| 자산관리 | 94 | 95 | 105 | 108 | 111 |
| IB+기타 | 470 | 442 | 510 | 537 | 555 |
| 이자수익 | 1,233 | 1,612 | 1,681 | 1,613 | 1,641 |
| 금융상품관련수익 | 10,374 | 8,778 | 7,247 | 8,858 | 8,305 |
| 기타수익 | 19 | 15 | 1 | -8 | -9 |
| 영업비용 | 12,135 | 10,718 | 9,142 | 10,682 | 10,141 |
| 수수료비용 | 247 | 250 | 227 | 234 | 242 |
| 이자비용 | 558 | 821 | 896 | 800 | 807 |
| 금융상품관련비용 | 10,425 | 8,543 | 6,906 | 8,572 | 7,982 |
| 기타비용 | 61 | 152 | 36 | -37 | -42 |
| 판관비 | 845 | 953 | 1,078 | 1,112 | 1,152 |
| 영업이익 | 521 | 726 | 930 | 967 | 1,016 |
| 영업외손익 | -81 | -5 | 19 | 0 | 0 |
| 법인세차감전순이익 | 440 | 721 | 949 | 967 | 1,016 |
| 당기순이익 | 303 | 553 | 716 | 739 | 774 |
| 지배주주순이익 | 303 | 556 | 716 | 739 | 774 |

| 자본적정성 (단위: 십억%) | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 자산/순자산비율 | 7.4 | 7.4 | 7.7 | 7.6 | 7.5 |
| 신 NCR | 1,852 | 2,037 | 2,502 | 2,660 | 2,832 |
| 구 NCR | 165 | 174 | 199 | 205 | 212 |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 손익계산서 (별도) (단위: 십억십억원) | | | | | |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 순영업수익 | 1,325 | 1,564 | 1,888 | 1,957 | 2,045 |
| 수수료손익 | 757 | 789 | 920 | 950 | 971 |
| 위탁매매 | 329 | 387 | 406 | 418 | 423 |
| 자산관리 | 94 | 96 | 102 | 105 | 109 |
| IB+기타 | 334 | 306 | 412 | 426 | 440 |
| 위탁매매관련 이자수지 | 277 | 310 | 333 | 309 | 317 |
| 트레이딩 및 상품손익 | 338 | 634 | 716 | 730 | 781 |
| 배당/분배금 | 263 | 319 | 270 | 278 | 286 |
| 처분/평가손익 | -311 | -167 | -2 | -6 | 24 |
| Trading 이자수지 | 385 | 481 | 456 | 485 | 498 |
| 기타수익 | -47 | -169 | -81 | -32 | -24 |
| 판관비 | 775 | 874 | 991 | 1,026 | 1,066 |
| 영업이익 | 550 | 690 | 897 | 931 | 980 |
| 법인세차감전순이익 | 480 | 586 | 867 | 911 | 960 |
| 당기순이익 | 338 | 435 | 636 | 659 | 694 |

| 성장성 지표 (단위: %) | | | | | |
|----------------|-------|------|-------|-------|-------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 자산총계 | -8.7 | 6.1 | 8.9 | 1.3 | 1.9 |
| 부채총계 | -10.6 | 6.2 | 9.5 | 1.0 | 1.7 |
| 자본총계 | 5.7 | 5.3 | 5.4 | 3.1 | 3.3 |
| 지배주주자본 | -68.0 | 83.4 | 28.7 | 3.1 | 4.8 |
| 순영업수익 | -42.2 | 22.8 | 19.6 | 3.6 | 4.2 |
| 판관비 | -19.3 | 12.7 | 13.1 | 3.2 | 3.5 |
| 영업이익 | -60.4 | 39.2 | 28.2 | 4.0 | 5.1 |
| 법인세차감전순이익 | -66.8 | 63.7 | 31.7 | 1.9 | 5.1 |
| 당기순이익 | -68.0 | 82.6 | 29.5 | 3.1 | 4.8 |

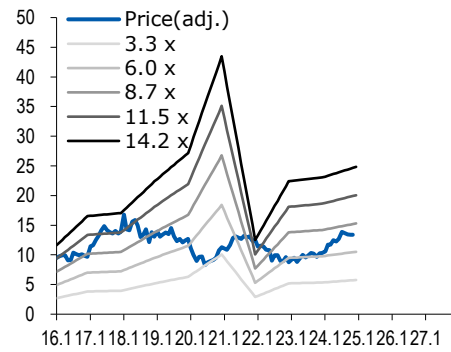
| 수익기여도 (별도) (단위: %) | | | | | |
|--------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 위탁매매/관련이자수익 | 45.7 | 44.6 | 39.2 | 37.2 | 36.2 |
| 자산관리 | 7.1 | 6.1 | 5.4 | 5.4 | 5.3 |
| 인수/주선/기타 | 25.2 | 19.6 | 21.8 | 21.8 | 21.5 |
| 트레이딩 손익(이자포함) | 25.5 | 40.5 | 37.9 | 37.3 | 38.2 |
| 기타 | -3.5 | -10.8 | -4.3 | -1.6 | -1.2 |
| 영업비용률 | 58.5 | 55.9 | 52.5 | 52.4 | 52.1 |

| 주요지표가정 (단위: 조원, %) | | | | | |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| KOSPI market cap | 1,977 | 1,982 | 2,158 | 2,142 | 2,217 |
| 일평균거래대금 | 9.0 | 9.6 | 11.0 | 10.6 | 10.7 |
| KOSDAQ market cap | 365.4 | 401.0 | 393.2 | 406.9 | 443.2 |
| 일평균거래대금 | 6.9 | 10.0 | 8.5 | 8.9 | 9.2 |
| 시장일평균거래대금 | 15.9 | 19.6 | 19.5 | 19.6 | 20.0 |
| 회전율 | 167.1 | 201.7 | 184.5 | 191.3 | 186.9 |

| 투자지표(연결) (단위: 원, 배, %) | | | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| ROE | 4.3 | 7.5 | 9.2 | 9.1 | 9.2 |
| ROA | 0.5 | 1.0 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| EPS | 867 | 1,590 | 2,072 | 2,137 | 2,239 |
| BVPS | 20,647 | 21,757 | 23,200 | 23,927 | 24,717 |
| DPS | 700 | 800 | 950 | 1,000 | 1,050 |
| P/E | 10.1 | 6.5 | 6.4 | 6.2 | 6.0 |
| P/B | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |

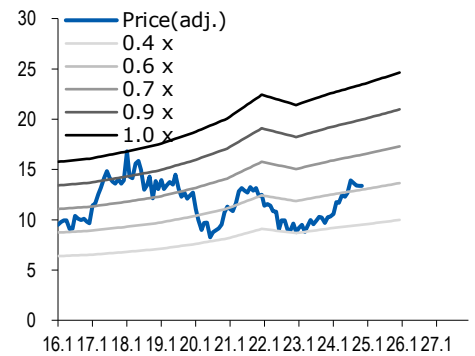
P/E band chart

(천원)



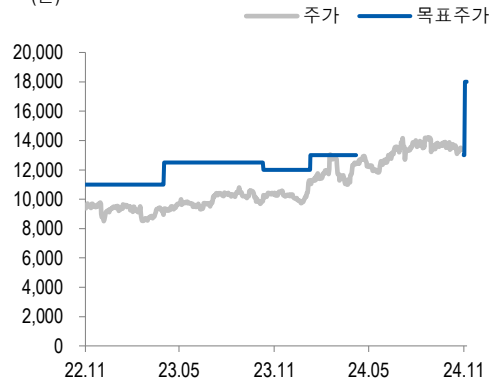
P/B band chart

(천원)



NH투자증권 (005940) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|----------|------------|--------------|------------|-----------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2024-11-28 | BUY | 18,000 | 1년 | | |
| | 담당자변경 | | | | |
| 2024-02-05 | BUY | 13,000 | 1년 | -9.05 | 0.46 |
| 2023-11-06 | BUY | 12,000 | 1년 | -14.49 | -5.92 |
| 2023-04-28 | BUY | 12,500 | 1년 | -20.54 | -13.52 |
| 2022-10-04 | BUY | 11,000 | 1년 | -16.24 | -11.09 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | |
| Buy(매수) | |
| Hold(중립) | |
| Sell(비중축소) | |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2024-11-28

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **우도형**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

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

한국금융지주 (071050)

IB 너만 믿는다

2025년 순이익 3.3% 증가 전망

한국금융지주의 2025년 지배주주순이익은 저년 대비 3.3% 증가한 1조 1,456억원이 전망된다. 별도기준 수수료손익은 Brokerage, WM, IB의 고른 성장으로 전년대비 3.5% 성장할 것으로 예상된다. 다만 Brokerage 관련 이자수익은 금리인하에 따른 마진 감소로 전년 대비 0.7% 감소한 수준이 전망된다. Trading 및 상품손익은 전년대비 36.4% 감소한 수준이 전망되는데 이는 1Q24 자회사로부터 2,400억원의 배당 증가에 따른 기저효과이다. 2025년에는 금리인하에 따라 저축은행 및 캐피탈의 건전성이 개선되며 이익이 회복될 것으로 판단되며 연결이익 증가에 긍정적일 것으로 판단된다.

IB 관련 수익 증대 및 발행어음 비용 개선 기대

한국금융지주의 기업가치 제고 계획 발표는 미정이며 주주환원 보다는 자본을 활용하여 수익성을 높이는 전략을 선택하고 있다. 자회사 중 비중이 가장 큰 증권사의 경우 IB 부문의 수익 비중이 타사대비 높은 편이며 향후 증시 상승 및 영업환경 개선 시 양호한 IB 수익이 기대된다. 또한 발행어음의 자기자본 대비 비중이 3분기 말 기준 186%로 NH투자증권 90%, 미래에셋증권 81% 대비 높은 편으로 향후 금리인하에 따라 관련 비용이 개선되며 수익성 역시 양호할 것으로 전망된다.

투자의견 Buy, 목표주가 95,000원으로 커버리지 개시

투자의견을 Buy로 제시하는 이유는 1) 상대적으로 높은 자본대비 발행어음 비중으로 향후 영업환경 개선 시 양호한 수익성이 전망되며, 2) 저축은행 및 캐피탈 자회사의 건전성 역시 금리 인하에 따라 개선되며 수익성 개선에 기여할 것으로 생각되기 때문이다.



우도형 금융
dohyeong.woo@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 95,000원 (I)

현재주가 (11/27) 75,800원

상승여력 38%

시가총액 45,392억원

총발행주식수 61,584,243주

60일 평균 거래대금 96억원

60일 평균 거래량 128,157주

52주 고/저 79,200원 / 53,800원

외인지분율 41.24%

배당수익률 4.30%

주요주주 김남구 외 1인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (4.3) 1.3 28.9

상대 (1.2) 8.9 28.5

절대 (달러환산) (4.9) (3.5) 20.3

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

| | 4Q24E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|-----------|-------|--------|-------|------|--------|
| 순영업수익 | 597 | 95.9 | -18.2 | 606 | -1.6 |
| 판관비 | 353 | 28.1 | -3.7 | 347 | 1.7 |
| 영업이익 | 243 | 748.8 | -33.0 | 259 | -6.0 |
| 세전이익 | 233 | -401.3 | -41.8 | 236 | -1.2 |
| 연결순이익 | 175 | -792.1 | -44.5 | 189 | -7.8 |
| 순이익(지배주주) | 176.4 | -772.8 | -43.6 | 174 | 1.3 |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 순영업수익 | 1,721 | 1,989 | 2,684 | 2,692 |
| 영업이익 | 546 | 820 | 1,287 | 1,389 |
| 지배순이익 | 637 | 707 | 1,110 | 1,147 |
| PER(배) | 4.9 | 5.1 | 3.9 | 3.8 |
| PBR(배) | 0.41 | 0.43 | 0.46 | 0.44 |
| ROE(%) | 8.5 | 8.8 | 12.5 | 11.9 |
| ROA(%) | 0.8 | 0.8 | 1.1 | 1.1 |

자료: 유안타증권

[표 18] Valuation table

| 항목 | 산식 | 단위 | 수정 전 (-) | 수정 후 (24/11/28) | 비고 |
|--------------|-----------------|----|----------|-----------------|---------------------------|
| 자기자본비용 (COE) | $C=a+(b*c)+d$ | % | | 19.3 | |
| 무위험수익률 | (a) | % | | 2.9 | 통안채 1년 3M |
| Risk Premium | (b) | % | | 5.3 | |
| Beta | (c) | | | 1.0 | 104주 조정베타 사용 |
| Ri | (d) | % | | 11.2 | 과거 COE 수준 고려하여 추가 반영 |
| Average ROE | (B) | % | | 12.1 | 2024~2026년 평균 ROE |
| 영구성장률 | (D) | % | | 2.9 | MIN (ROE*유보율, 국고채 30년 3M) |
| Target PBR | $A=(B-D)/(C-D)$ | X | | 0.56 | |
| 12M Fwd BPS | (E) | 원 | | 169,728 | |
| 목표주가 | $A*E$ | 원 | | 95,000 | |
| 현주가 (11.27) | | 원 | | 75,800 | |
| 상승여력 | | % | | 25.3 | |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[표 19] 실적 추정 변경내역

| (십억원, %) | 기존 추정 | | 신규 추정 | | 변동률 | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 순영업수익 | - | - | 2,684 | 2,692 | 0.0 | 0.0 |
| 영업이익 | - | - | 1,287 | 1,389 | 0.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익 | - | - | 1,110 | 1,147 | 0.0 | 0.0 |

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 20] 자회사 실적 테이블

| (십억원) | 2023 | | | | 2024 | | |
|---------|-------|------|------|-------|-------|-------|------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q |
| 자산운용사 | 54.7 | 20.0 | 8.8 | 37.9 | 98.0 | 31.1 | -0.8 |
| 저축은행 | 15.7 | 8.8 | 2.3 | -19.2 | 8.9 | -17.2 | 3.9 |
| 캐피탈 | 32.1 | 41.2 | 29.5 | 7.6 | 18.4 | -4.0 | 10.6 |
| 부동산신탁 | 6.5 | 2.0 | 7.7 | 5.0 | 6.4 | -2.3 | 9.3 |
| 투자파트너스 | 4.8 | 10.0 | 10.3 | 17.2 | -5.1 | -21.9 | -5.9 |
| 프라이빗에쿼티 | 2.2 | 1.5 | 1.6 | 4.0 | 1.9 | 8.4 | -6.9 |
| 기타 | -0.3 | -0.3 | -2.5 | 1.0 | 0.6 | 1.4 | -0.8 |
| 계 | 115.7 | 83.2 | 57.7 | 53.5 | 129.1 | -4.5 | 9.4 |

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 21] 4분기 실적 전망 (연결기준)

| (십억원, %) | 4Q24E | 컨센서스 | Vs 컨센서스 | YoY | QoQ | 4Q23 | 3Q24 |
|----------|-------|-------|---------|-------|-------|------|-------|
| 순영업수익 | 597 | 606 | -1.6 | 95.9 | -18.2 | 305 | 730 |
| 영업이익 | 243 | 259 | -6.0 | 748.8 | -33.0 | 29 | 363 |
| 지배주주순이익 | 176.4 | 174.1 | 1.3 | 흑전 | -43.6 | -26 | 312.7 |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[표 22] 실적 전망 (연결기준)

| (십억원, %, %p) | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24E | YoY | QoQ | 2024E | 2025E | YoY |
|--------------|--------|--------|---------|---------|---------|-------|-------|---------|---------|-------|
| 순영업수익 | 175 | 813 | 582 | 657 | 523 | 198.7 | -20.4 | 2,575 | 2,184 | -15.2 |
| 수수료손익 | 163 | 239 | 253 | 242 | 224 | 37.7 | -7.1 | 958 | 992 | 3.5 |
| 위탁매매 | 61 | 88 | 86 | 83 | 76 | 23.7 | -9.0 | 334 | 352 | 5.6 |
| 자산관리 | 27 | 31 | 36 | 37 | 35 | 31.3 | -5.3 | 139 | 143 | 2.7 |
| IB 및 기타 | 75 | 119 | 131 | 121 | 114 | 51.4 | -6.3 | 485 | 496 | 2.3 |
| B 관련이자수지 | 76 | 67 | 72 | 75 | 73 | -3.8 | -2.6 | 286 | 284 | -0.7 |
| 트레이딩 및 상품손익 | 187 | 506 | 223 | 329 | 208 | 11.6 | -36.8 | 1,267 | 805 | -36.4 |
| 배당&분배금 | 73 | 351 | 104 | 73 | 76 | 3.0 | 3.5 | 604 | 383 | -36.5 |
| 트레이딩 처분 및 평가 | 35 | 50 | 27 | 159 | 41 | 18.9 | -74.2 | 277 | 14 | -94.9 |
| T 및 상품관련 이자 | 79 | 105 | 92 | 97 | 89 | 12.7 | -8.7 | 383 | 398 | 3.9 |
| 기타영업이익 | -250 | 1 | 33 | 11 | 18 | 흑전 | 56.4 | 63 | 103 | 62.9 |
| 판관비 | 180 | 223 | 244 | 269 | 255 | 42.0 | -5.4 | 991 | 895 | -9.7 |
| 영업이익 | -4 | 590 | 338 | 388 | 268 | 흑전 | -30.8 | 1,583 | 1,289 | -18.6 |
| 영업외손익 | -238 | 22 | -7 | 3 | -50 | N/A | 적전 | -31 | -4 | N/A |
| 세전이익 | -242 | 612 | 331 | 390 | 218 | 흑전 | -44.1 | 1,552 | 1,285 | -17.2 |
| 별도순이익 | -152 | 523 | 253 | 292 | 165 | 흑전 | -43.5 | 1,233 | 970 | -21.3 |
| 연결순이익(지배주주) | -26 | 340 | 281 | 313 | 176 | 흑전 | -43.6 | 1,110 | 1,146.5 | 3.3 |
| ROE (연결) | -1.2 | 16.0 | 12.7 | 13.7 | 7.5 | 8.8 | -6.1 | 11.9 | 11.9 | 0.0 |
| ROA (연결) | -0.1 | 1.4 | 1.1 | 1.2 | 0.7 | 0.8 | -0.5 | 1.1 | 1.1 | 0.0 |
| 자본총계 (연결) | 8,374 | 8,672 | 9,015 | 9,290 | 9,432 | 12.6 | 1.5 | 9,432 | 9,912 | 5.1 |
| 자산총계 (연결) | 95,901 | 97,378 | 100,103 | 102,306 | 102,659 | 7.0 | 0.3 | 102,659 | 105,864 | 3.1 |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

한국금융지주 (071050) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 재무상태표 (연결) | | (단위: 십억십억원) | | | |
|-------------|--------|-------------|---------|---------|---------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 현금 및 예금 | 10,881 | 9,723 | 9,923 | 10,033 | 10,190 |
| 당기손익금융자산 | 42,503 | 53,724 | 60,915 | 62,836 | 65,590 |
| 매도가능금융자산 | 3,929 | 5,183 | 3,507 | 3,226 | 3,320 |
| 종속 및 관계기업투자 | 4,321 | 4,260 | 3,310 | 4,067 | 4,656 |
| 대여금 및 수취채권 | 23,608 | 22,214 | 24,271 | 24,839 | 25,653 |
| 기타자산 | 1,066 | 798 | 733 | 864 | 1,053 |
| 자산총계 | 86,309 | 95,901 | 102,659 | 105,864 | 110,462 |
| 예수부채 | 13,938 | 13,656 | 14,284 | 13,902 | 13,886 |
| 당기손익금융부채 | 15,801 | 15,473 | 14,905 | 15,178 | 15,456 |
| 차입부채 | 31,497 | 40,593 | 43,954 | 46,788 | 50,356 |
| 차입금 | 19,682 | 21,814 | 23,045 | 23,045 | 23,045 |
| 발행사채 | 10,299 | 11,433 | 11,769 | 11,769 | 11,769 |
| 기타부채 | 7,068 | 6,301 | 7,408 | 7,607 | 7,613 |
| 부채총계 | 78,603 | 87,456 | 93,150 | 95,876 | 99,706 |
| 지배주주지분 | 7,679 | 8,374 | 9,432 | 9,912 | 10,678 |
| 자본금 | 308 | 308 | 308 | 308 | 308 |
| 자본잉여금 | 608 | 608 | 608 | 608 | 608 |
| 이익잉여금 | 6,579 | 7,151 | 8,095 | 8,568 | 9,335 |
| 기타자본 | 184 | 306 | 421 | 428 | 428 |
| 비지배주주지분 | 26 | 71 | 77 | 77 | 77 |
| 자본총계 | 7,706 | 8,445 | 9,509 | 9,989 | 10,756 |
| 부채및 자본총계 | 86,309 | 95,901 | 102,659 | 105,864 | 110,462 |

| 손익계산서 (연결) | (단위: 십억십억원) | | | | |
|------------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 영업수익 | 25,028 | 23,079 | 20,194 | 22,570 | 21,489 |
| 수수료수익 | 1,425 | 1,310 | 1,468 | 1,502 | 1,542 |
| 이자수익 | 2,327 | 3,272 | 3,670 | 3,291 | 3,332 |
| 금융상품관련수익 | 20,996 | 18,305 | 14,828 | 17,749 | 16,587 |
| 기타수익 | 281 | 191 | 227 | 28 | 28 |
| 영업비용 | 24,483 | 22,258 | 18,906 | 21,181 | 19,993 |
| 수수료비용 | 296 | 270 | 273 | 269 | 269 |
| 이자비용 | 1,210 | 2,292 | 2,448 | 2,042 | 2,047 |
| 금융상품관련비용 | 21,515 | 17,702 | 14,407 | 17,421 | 16,192 |
| 기타비용 | 287 | 825 | 382 | 147 | 127 |
| 판관비 | 1,175 | 1,169 | 1,396 | 1,303 | 1,358 |
| 영업이익 | 546 | 820 | 1,287 | 1,389 | 1,496 |
| 영업외손익 | 100 | 65 | 202 | 156 | 156 |
| 법인세차감전순이익 | 646 | 886 | 1,489 | 1,545 | 1,652 |
| 당기순이익 | 640 | 708 | 1,113 | 1,139 | 1,218 |
| 지배주주순이익 | 637 | 707 | 1,110 | 1,147 | 1,225 |

| 투자지표(연결) | (단위: 원, 배, %) | | | | |
|----------|---------------|---------|---------|---------|---------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| ROE | 8.5 | 8.8 | 12.5 | 11.9 | 11.9 |
| ROA | 0.8 | 0.8 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| EPS | 10,915 | 12,106 | 19,008 | 19,633 | 20,982 |
| BVPS | 131,505 | 143,392 | 161,515 | 169,728 | 182,859 |
| DPS | 2,300 | 2,650 | 4,200 | 4,300 | 4,600 |
| P/E | 4.9 | 5.1 | 3.9 | 3.8 | 3.5 |
| P/B | 0.41 | 0.43 | 0.46 | 0.44 | 0.40 |

| 주요지표 가정 | | (단위: 십억%) | | | |
|-----------|-------|-----------|-------|-------|-------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 시장일평균거래대금 | 15.9 | 19.6 | 19.5 | 19.6 | 20.0 |
| 회전율 | 167.1 | 201.7 | 184.5 | 191.3 | 186.9 |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표 (별도) | (단위: 십억십원) | | | | |
|--------------|------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 현금 및 예금 | 1,065 | 3,093 | 2,728 | 2,838 | 2,995 |
| 당기손익금융자산 | 34,038 | 42,918 | 47,882 | 49,803 | 52,557 |
| 매도가능금융자산 | 3,822 | 5,071 | 3,328 | 3,047 | 3,141 |
| 종속및관계기업투자 | 8,544 | 8,844 | 8,551 | 9,309 | 9,898 |
| 대여금및 수취채권 | 13,545 | 13,117 | 14,158 | 14,725 | 15,540 |
| 신용공여금 | 3,263 | 3,014 | 3,201 | 3,330 | 3,514 |
| 유/무형/기타자산 | 3,235 | 2,666 | 3,271 | 3,402 | 3,590 |
| 자산총계 | 64,249 | 75,710 | 79,919 | 83,124 | 87,721 |
| 예수부채 | 6,009 | 6,871 | 7,589 | 7,207 | 7,192 |
| 당기손익금융부채 | 14,780 | 14,645 | 13,557 | 13,830 | 14,109 |
| 매도파생결합증권 | 10,185 | 10,389 | 9,826 | 10,024 | 10,226 |
| 차입부채 | 29,701 | 38,346 | 41,650 | 44,484 | 48,052 |
| 차입금 | 6,047 | 4,811 | 5,137 | 5,137 | 5,137 |
| 발행어음(초대형 IB) | 11,023 | 14,731 | 16,676 | 17,563 | 18,982 |
| 발행사채 | 2,829 | 4,438 | 4,403 | 4,403 | 4,403 |
| 기타부채 | 4,337 | 3,271 | 3,706 | 3,706 | 3,706 |
| 부채총계 | 57,656 | 67,571 | 70,904 | 73,630 | 77,461 |
| 자본금 | 176 | 176 | 176 | 176 | 176 |
| 자본잉여금 | 4,130 | 4,530 | 4,530 | 4,530 | 4,530 |
| 이익잉여금 | 2,166 | 3,247 | 4,079 | 4,552 | 5,319 |
| 자본총계 | 121 | 187 | 230 | 236 | 236 |
| 현금 및 예금 | 6,593 | 8,139 | 9,014 | 9,494 | 10,261 |

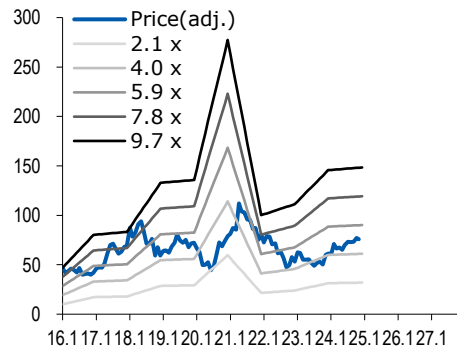
| 손익계산서 (별도) | (단위: %) | | | | |
|--------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 순영업수익 | 1,445 | 3,104 | 2,575 | 2,184 | 2,327 |
| 수수료순익 | 918 | 844 | 958 | 992 | 1,032 |
| 위탁매매 | 256 | 287 | 334 | 352 | 363 |
| 자산관리 | 143 | 124 | 139 | 143 | 149 |
| IB + 기타 | 519 | 434 | 485 | 496 | 520 |
| 위탁매매관련 이자수지 | 315 | 331 | 286 | 284 | 287 |
| 트레이딩 및 상품순익 | 268 | 2,349 | 1,267 | 805 | 906 |
| 배당/분배금 | 263 | 1,971 | 604 | 383 | 395 |
| 처분/평가순익 | -324 | 193 | 277 | 14 | 69 |
| Trading 이자수지 | 330 | 185 | 383 | 398 | 431 |
| 기타수익 | -56 | -421 | 63 | 103 | 102 |
| 판관비 | 849 | 796 | 991 | 895 | 951 |
| 영업이익 | 597 | 2,308 | 1,583 | 1,289 | 1,376 |
| 영업외순익 | 18 | -286 | -31 | -4 | -4 |
| 법인세차감전순이익 | 614 | 2,022 | 1,552 | 1,285 | 1,372 |
| 당기순이익 | 453 | 1,960 | 1,233 | 970 | 1,036 |

| 수익기여도 (별도) | (단위: %) | | | | |
|---------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 위탁매매/관련이자수익 | 39.5 | 19.9 | 24.1 | 29.1 | 27.9 |
| 자산관리 | 9.9 | 4.0 | 5.4 | 6.5 | 6.4 |
| 인수/주선/기타 | 35.9 | 14.0 | 18.8 | 22.7 | 22.3 |
| 트레이딩 순익(이자포함) | 18.5 | 75.7 | 49.2 | 36.9 | 38.9 |
| 기타 | -3.9 | -13.6 | 2.5 | 4.7 | 4.4 |
| 영업비용률 | 58.7 | 25.6 | 38.5 | 41.0 | 40.9 |

| 자본적정성 | | (단위: 조원, %) | | | |
|----------|---------|-------------|---------|---------|---------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 자산/순자산비율 | 11.2 | 11.4 | 10.8 | 10.6 | 10.3 |
| 신 NCR | 2,029.4 | 2,142.5 | 2,438.3 | 2,760.7 | 3,276.3 |
| 구 NCR | 166.2 | 160.6 | 161.6 | 169.8 | 182.8 |

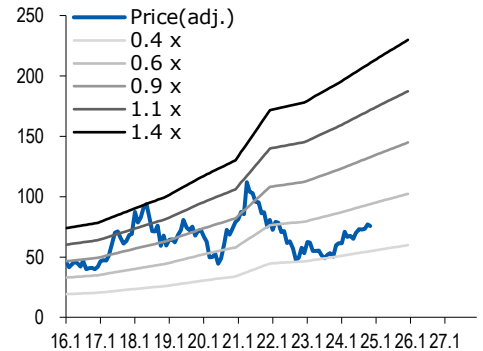
P/E band chart

(천 원)



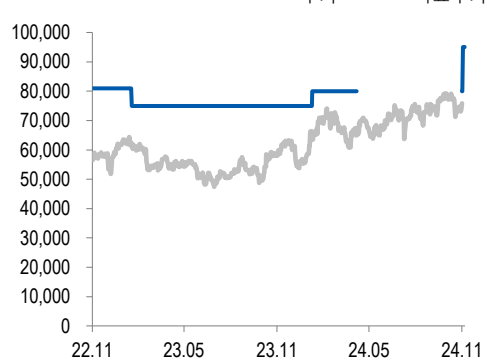
P/B band chart

(천 원)



한국금융지주 (071050) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|--------------|------------|--------------|------------|-----------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2024-11-28 | BUY 담당자변경 | 95,000 | 1년 | | |
| 2024-02-05 | BUY | 80,000 | 1년 | -15.34 | -7.38 |
| 2023-02-13 | BUY | 75,000 | 1년 | -26.35 | -11.60 |
| 2022-10-04 | BUY | 81,000 | 1년 | -30.69 | -20.49 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0 |
| Buy(매수) | 87.9 |
| Hold(중립) | 12.1 |
| Sell(비중축소) | 0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2024-11-27

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **우도형**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

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

키움증권 (039490)

가장 편안한 선택지

2025년 순이익 3.7% 증가 전망

키움증권의 2025년 지배주주순이익은 전년 대비 3.7% 증가한 8,761억원이 전망된다. 수수료 손익은 Brokerage 수익이 양호한 국내외 거래대금을 바탕으로 4.4% 증가함에도 불구하고 IB 부문의 경쟁이 심화되며 1.7% 증가할 것으로 전망된다. Brokerage 관련 이자수익은 금리인하에 따라 마진은 감소할 것으로 전망되나 타사 대비 높은 신용공여 및 예탁금 잔고 M/S로 전년 대비 0.3% 증가할 것으로 판단된다. Trading 및 상품손익은 2024년 크게 증가한 채권평가이익의 기저효과로 전년대비 3.8% 감소가 전망된다. 연결 자회사의 경우 저축은행 및 캐피탈의 부진이 지속되고 있지만 2025년에는 금리가 인하되며 실적이 개선될 것으로 기대된다.

하방은 견고하다

3분기 말 기준 키움증권의 순영업수익 대비 해외주식 수수료 비중은 13.2%로 커버리지 증권사 중 가장 높은 수준을 기록하고 있다. 해외주식 약정점유율 역시 2분기 기준 20%로 가장 높게 나타난다. 이에 따라 향후 해외주식 거래대금 상승의 수혜가 예상된다. Brokerage 수익은 견고할 것으로 생각되며 주주환원정책 역시 양호하기 때문에 DPS는 안정적으로 상승할 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 165,000원으로 커버리지 개시

투자의견을 Buy로 제시하는 이유는 안정적인 실적에 기반한 양호한 배당수익률이 기대되기 때문이다. 다만 우려되는 부분은 4,000억원의 RCPS인데 전환가액은 150,418원이다. 이에 따라 주가가 150,000원에 근접 시 조정이 나타날 수 있지만 내년 발행어음 인가를 받는다 면 충분히 해소 가능한 이슈로 생각된다.



우도형 금융
dohyeong.woo@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 165,000원 (I)

현재주가 (11/27) 127,900원

상승여력 29%

| | |
|-------------|--------------------|
| 시가총액 | 32,649억원 |
| 총발행주식수 | 28,344,979주 |
| 60일 평균 거래대금 | 74억원 |
| 60일 평균 거래량 | 55,962주 |
| 52주 고/저 | 144,600원 / 91,100원 |
| 외인지분율 | 26.05% |
| 배당수익률 | 3.60% |
| 주요주주 | 다우기술 외 6인 |

| 주가수익률 (%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
|-----------|-------|--------|------|
| 절대 | (5.0) | (8.6) | 39.0 |
| 상대 | (2.0) | (1.8) | 38.6 |
| 절대 (달러환산) | (5.6) | (12.9) | 29.7 |

Quarterly earning Forecasts

(원, %)

| | 4Q24E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|-----------|-------|--------|-------|------|--------|
| 순영업수익 | 398 | -400.3 | -10.7 | 389 | 2.4 |
| 판관비 | 182 | 25.8 | 2.2 | 176 | 3.0 |
| 총당금전입액 | 217 | -178.2 | -19.2 | 213 | 1.8 |
| 영업이익 | 213 | -185.6 | -22.3 | 209 | 1.8 |
| 연결순이익 | 156 | -182.6 | -26.1 | 166 | -6.0 |
| 순이익(지배주주) | 156.2 | -181.6 | -26.2 | 159 | -1.7 |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 순영업수익 | 1,269 | 1,160 | 1,841 | 1,896 |
| 영업이익 | 656 | 565 | 1,135 | 1,173 |
| 지배순이익 | 507 | 436 | 845 | 876 |
| PER(배) | 4.6 | 6.2 | 3.9 | 3.7 |
| PBR(배) | 0.51 | 0.56 | 0.60 | 0.52 |
| ROE(%) | 11.5 | 9.3 | 16.2 | 14.9 |
| ROA(%) | 1.1 | 0.9 | 1.6 | 1.6 |

자료: 유안타증권

[표 23] Valuation table

| 항목 | 산식 | 단위 | 수정 전 (-) | 수정 후 (24/11/28) | 비고 |
|--------------|-----------------|----|----------|-----------------|---------------------------|
| 자기자본비용 (COE) | $C=a+(b*c)+d$ | % | | 20.0 | |
| 무위험수익률 | (a) | % | | 2.9 | 통안채 1년 3M |
| Risk Premium | (b) | % | | 5.3 | |
| Beta | (c) | | | 1.0 | 104주 조정베타 사용 |
| Ri | (d) | % | | 12.0 | 과거 COE 수준 고려하여 추가 반영 |
| Average ROE | (B) | % | | 15.1 | 2024~2026년 평균 ROE |
| 영구성장률 | (D) | % | | 2.9 | MIN (ROE*유보율, 국고채 30년 3M) |
| Target PBR | $A=(B-D)/(C-D)$ | X | | 0.71 | |
| 12M Fwd BPS | (E) | 원 | | 232,144 | |
| 목표주가 | $A*E$ | 원 | | 165,000 | |
| 현주가 (11.27) | | 원 | | 127,900 | |
| 상승여력 | | % | | 29.0 | |

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 24] 실적 추정 변경내역

| (십억원, %) | 기존 추정 | | 신규 추정 | | 변동률 | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 순영업수익 | - | - | 1,841 | 1,896 | 0.0 | 0.0 |
| 영업이익 | - | - | 1,135 | 1,173 | 0.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익 | - | - | 845 | 876 | 0.0 | 0.0 |

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 25] 자회사 실적 테이블

| (십억원) | 2023 | | | | 2024 | | |
|---------------|------|-----|-----|------|------|-----|-----|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q |
| 키움저축은행 | -12 | 15 | 13 | 81 | -101 | 71 | -32 |
| 키움 YES 저축은행 | -20 | -32 | -52 | 85 | -32 | -40 | -34 |
| 키움캐피탈 | 151 | 85 | 63 | -32 | 81 | 105 | 67 |
| 키움에프앤아이 | 10 | 8 | 21 | -19 | 80 | 16 | 17 |
| 키움투자자산운용 | 55 | 50 | 49 | 38 | 51 | 55 | 80 |
| 키움 PE | 15 | -3 | 3 | 57 | -25 | 5 | -7 |
| 키움인베스트먼트 | 9 | 15 | 14 | 18 | 11 | 1 | 37 |
| 키움인도네시아 | 0 | -5 | -2 | -6 | -17 | -7 | -21 |
| 기타(투자조합 및 펀드) | 4 | 155 | 32 | -159 | -58 | 48 | -81 |
| 합계 | 212 | 288 | 141 | 63 | -10 | 254 | 26 |

자료: 키움증권, 유안타증권 리서치센터

[표 26] 4분기 실적 전망 (연결기준)

| (십억원, %) | 4Q24E | 컨센서스 | Vs 컨센서스 | YoY | QoQ | 4Q23 | 3Q24 |
|----------|-------|-------|---------|-----|-------|------|-------|
| 순영업이익 | 398 | 389 | 2.4 | 흑전 | -10.7 | -133 | 446 |
| 영업이익 | 217 | 213 | 1.8 | 흑전 | -19.2 | -277 | 268 |
| 지배주주순이익 | 156.2 | 158.9 | -1.7 | 흑전 | -26.2 | -191 | 211.7 |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[표 27] 실적 전망 (연결기준)

| (십억원, %, %p) | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24E | YoY | QoQ | 2024E | 2025E | YoY |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 순영업이익 | -173 | 431 | 406 | 398 | 339 | 흑전 | -14.8 | 1,574 | 1,662 | 5.6 |
| 수수료손익 | 125 | 181 | 189 | 188 | 171 | 36.3 | -9.2 | 729 | 742 | 1.7 |
| 위탁매매 | 99 | 125 | 128 | 132 | 124 | 25.8 | -5.6 | 509 | 532 | 4.4 |
| 자산관리 | 3 | 4 | 3 | 3 | 3 | -3.1 | 3.8 | 13 | 13 | -0.1 |
| IB 및 기타 | 23 | 53 | 58 | 54 | 43 | 86.5 | -18.9 | 207 | 197 | -5.0 |
| B 관련이자수지 | 129 | 128 | 141 | 138 | 127 | -1.8 | -8.5 | 535 | 537 | 0.3 |
| 트레이딩 및 상품손익 | 106 | 134 | 137 | 93 | 57 | -46.4 | -38.7 | 421 | 405 | -3.8 |
| 배당&분배금 | 26 | 36 | 62 | 22 | 27 | 3.0 | 23.9 | 147 | 151 | 3.0 |
| 트레이딩 처분 및 평가 | 19 | 60 | 35 | 50 | 5 | -74.4 | -90.5 | 150 | 113 | -24.5 |
| T 및 상품관련 이자 | 61 | 38 | 40 | 21 | 23 | -62.5 | 9.2 | 122 | 132 | 8.9 |
| 기타영업이익 | -533 | -12 | -62 | -22 | -15 | N/A | N/A | -111 | -21 | N/A |
| 판관비 | 103 | 130 | 140 | 139 | 142 | 38.5 | 2.6 | 552 | 569 | 3.0 |
| 영업이익 | -276 | 301 | 265 | 259 | 197 | 흑전 | -24.1 | 1,022 | 1,093 | 7.0 |
| 영업외손익 | -34 | 29 | 9 | 17 | 5 | 흑전 | -71.1 | 60 | 56 | -6.5 |
| 세전이익 | -310 | 330 | 274 | 276 | 202 | 흑전 | -27.0 | 1,082 | 1,149 | 6.2 |
| 별도순이익 | -227 | 246 | 207 | 209 | 148 | 흑전 | -29.2 | 810 | 843 | 4.2 |
| 연결순이익(지배주주) | -191 | 245 | 232 | 212 | 156 | 흑전 | -26.2 | 845 | 876.1 | 3.7 |
| ROE (연결) | -15.4 | 19.9 | 18.1 | 15.8 | 11.3 | 26.7 | -4.5 | 14.9 | 14.1 | -0.8 |
| ROA (연결) | -1.5 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.1 | 2.6 | -0.4 | 1.6 | 1.6 | 0.0 |
| 자본총계 (연결) | 4,861 | 5,015 | 5,251 | 5,440 | 5,572 | 14.6 | 2.4 | 5,572 | 6,175 | 10.8 |
| 자산총계 (연결) | 52,046 | 52,291 | 51,596 | 57,155 | 54,595 | 4.9 | -4.5 | 54,595 | 55,729 | 2.1 |

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

키움증권 (039490) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 재무상태표 (연결) | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 십억원) | | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 현금 및 예금 | 1,244 | 1,589 | 1,156 | 1,178 | 1,216 |
| 당기손익금융자산 | 27,842 | 29,653 | 29,728 | 30,428 | 31,623 |
| 매도가능금융자산 | 461 | 447 | 494 | 510 | 531 |
| 종속및관계기업투자 | 602 | 829 | 728 | 776 | 865 |
| 대여금 및 수취채권 | 14,641 | 15,698 | 17,130 | 17,357 | 17,745 |
| 신용공여금 | 3,302 | 3,220 | 3,552 | 3,640 | 3,790 |
| 대출금 | 6,517 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유/무형/기타자산 | 3,247 | 3,830 | 5,360 | 5,481 | 5,688 |
| 자산총계 | 48,037 | 52,046 | 54,595 | 55,729 | 57,668 |
| 예수부채 | 15,268 | 16,764 | 16,154 | 15,453 | 15,433 |
| 당기손익금융부채 | 7,513 | 6,634 | 5,829 | 6,008 | 6,193 |
| 매도파생결합증권 | 4,773 | 4,808 | 4,078 | 4,243 | 4,416 |
| 차입부채 | 13,276 | 17,747 | 17,806 | 18,859 | 20,000 |
| 차입금 | 2,554 | 2,469 | 2,852 | 2,852 | 2,852 |
| 발행어음(초대형 IB) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 발행사채 | 4,445 | 2,278 | 3,506 | 3,506 | 3,506 |
| 후순위사채 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 기타부채 | 2,943 | 3,719 | 5,684 | 5,684 | 5,684 |
| 부채총계 | 43,444 | 47,142 | 48,979 | 49,510 | 50,816 |
| 지배주주지분 | 4,556 | 4,861 | 5,572 | 6,175 | 6,808 |
| 자본금 | 145 | 145 | 145 | 145 | 145 |
| 자본잉여금 | 1,039 | 1,039 | 1,039 | 1,039 | 1,039 |
| 신종자본증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 3,536 | 3,859 | 4,538 | 5,136 | 5,770 |
| 기타자본 | -164 | -183 | -150 | -145 | -145 |
| 비지배주주지분 | 37 | 43 | 44 | 44 | 44 |
| 자본총계 | 4,593 | 4,904 | 5,616 | 6,219 | 6,852 |

| 손익계산서 (연결) | | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 십억원) | | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 영업수익 | 8,942 | 9,545 | 9,891 | 9,629 | 9,599 |
| 수수료수익 | 968 | 917 | 1,029 | 1,044 | 1,090 |
| 위탁매매 | 653 | 658 | 700 | 720 | 736 |
| 자산관리 | 30 | 30 | 29 | 29 | 30 |
| IB+기타 | 285 | 229 | 300 | 295 | 325 |
| 이자수익 | 1,163 | 1,675 | 1,647 | 1,497 | 1,482 |
| 금융상품관련수익 | 6,702 | 6,889 | 6,968 | 6,869 | 6,805 |
| 기타수익 | 110 | 64 | 247 | 219 | 222 |
| 영업비용 | 8,286 | 8,980 | 8,756 | 8,456 | 8,372 |
| 수수료비용 | 242 | 267 | 251 | 246 | 246 |
| 이자비용 | 525 | 1,030 | 1,039 | 784 | 711 |
| 금융상품관련비용 | 6,743 | 6,281 | 6,434 | 6,457 | 6,413 |
| 기타비용 | 163 | 807 | 326 | 246 | 261 |
| 판관비 | 612 | 595 | 706 | 723 | 740 |
| 영업이익 | 656 | 565 | 1,135 | 1,173 | 1,228 |
| 영업외손익 | 24 | 20 | -4 | 20 | 20 |
| 법인세차감전순이익 | 680 | 585 | 1,130 | 1,193 | 1,248 |
| 당기순이익 | 508 | 441 | 845 | 876 | 917 |
| 지배주주순이익 | 507 | 436 | 845 | 876 | 916 |

| 자본적정성 | | | | | |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| (단위: %) | | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 자산/순자산비율 | 10.5 | 10.6 | 9.7 | 9.0 | 8.4 |
| 신 NCR | 1,310.1 | 1,272.3 | 1,453.6 | 1,748.9 | 2,058.9 |
| 구 NCR | 226.5 | 212.7 | 212.2 | 235.0 | 258.9 |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 손익계산서 (별도) | | | | | |
|--------------|-------|------|-------|-------|-------|
| (단위: 십억원) | | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 순영업수익 | 1,109 | 920 | 1,574 | 1,662 | 1,733 |
| 수수료손익 | 655 | 591 | 729 | 742 | 776 |
| 위탁매매 | 470 | 467 | 509 | 532 | 547 |
| 자산관리 | 17 | 15 | 13 | 13 | 13 |
| IB+기타 | 168 | 109 | 207 | 197 | 215 |
| 위탁매매관련 이자수지 | 449 | 568 | 535 | 537 | 546 |
| 트레이딩 및 상품손익 | 69 | 473 | 421 | 405 | 432 |
| 배당/분배금 | 110 | 181 | 147 | 151 | 156 |
| 처분/평가손익 | -157 | 122 | 150 | 113 | 88 |
| Trading 이자수지 | 116 | 169 | 122 | 132 | 180 |
| 기타수익 | -64 | -712 | -111 | -21 | -21 |
| 판관비 | 463 | 448 | 552 | 569 | 585 |
| 영업이익 | 646 | 472 | 1,022 | 1,093 | 1,148 |
| 법인세차감전순이익 | 663 | 451 | 1,082 | 1,149 | 1,204 |
| 당기순이익 | 493 | 338 | 810 | 843 | 884 |

| 성장성 지표 | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: %) | | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 자산총계 | 6.0 | 8.3 | 4.9 | 2.1 | 3.5 |
| 부채총계 | 6.0 | 8.5 | 3.9 | 1.1 | 2.6 |
| 자본총계 | 6.8 | 6.8 | 14.5 | 10.7 | 10.2 |
| 지배주주자본 | -43.9 | -14.0 | 93.7 | 3.7 | 4.6 |
| 순영업수익 | -30.9 | -8.6 | 58.7 | 3.0 | 3.8 |
| 판관비 | -2.3 | -2.8 | 18.7 | 2.5 | 2.3 |
| 영업이익 | -45.7 | -14.0 | 100.9 | 3.4 | 4.7 |
| 법인세차감전순이익 | -44.9 | -14.0 | 93.2 | 5.5 | 4.6 |
| 당기순이익 | -44.2 | -13.3 | 91.7 | 3.7 | 4.6 |

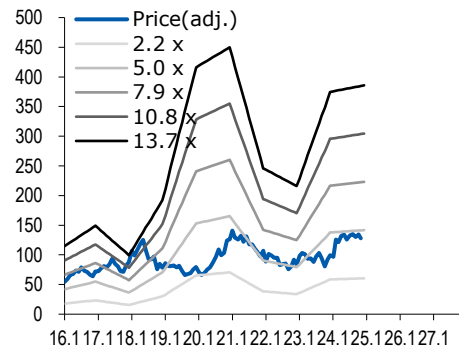
| 수익기여도 (별도) | | | | | |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: %) | | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 위탁매매/관련이자수익 | 82.9 | 112.5 | 66.3 | 64.3 | 63.1 |
| 자산관리 | 1.5 | 1.6 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 인수/주선/기타 | 15.2 | 11.8 | 13.2 | 11.9 | 12.4 |
| 트레이딩 손익(이자포함) | 6.2 | 51.4 | 26.7 | 24.4 | 24.9 |
| 기타 | -5.8 | -77.3 | -7.1 | -1.3 | -1.2 |
| 영업비용률 | 41.8 | 48.7 | 35.1 | 34.2 | 33.8 |

| 주요지표가정 | | | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 조원, %) | | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| KOSPI market cap | 1,977 | 1,982 | 2,158 | 2,142 | 2,217 |
| 일평균거래대금 | 9.0 | 9.6 | 11.0 | 10.6 | 10.7 |
| KOSDAQ market cap | 365 | 401 | 393 | 407 | 443 |
| 일평균거래대금 | 6.9 | 10.0 | 8.5 | 8.9 | 9.2 |
| 시장일평균거래대금 | 15.9 | 19.6 | 19.5 | 19.6 | 20.0 |
| 회전율 | 167 | 202 | 185 | 191 | 187 |

| 투자지표(연결) | | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| (단위: 원, 배, %) | | | | | |
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| ROE | 11.5 | 9.3 | 16.2 | 14.9 | 14.1 |
| ROA | 1.1 | 0.9 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| EPS | 18,351 | 16,004 | 31,773 | 33,826 | 36,361 |
| BVPS | 164,805 | 178,306 | 209,466 | 238,418 | 270,174 |
| DPS | 3,000 | 3,000 | 7,700 | 7,800 | 8,200 |
| P/E | 4.6 | 6.2 | 3.9 | 3.7 | 3.4 |
| P/B | 0.51 | 0.56 | 0.60 | 0.52 | 0.46 |

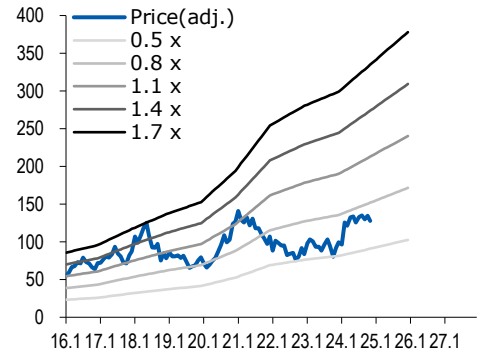
P/E band chart

(천원)



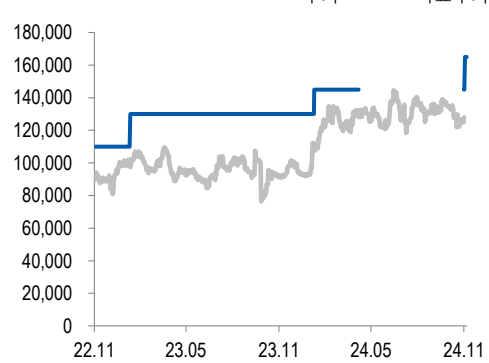
P/B band chart

(천원)



키움증권 (039490) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|----------|------------|--------------|------------|-----------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2024-11-28 | BUY | 165,000 | 1년 | | |
| | 담당자변경 | | | | |
| 2024-02-05 | BUY | 145,000 | 1년 | -13.86 | -7.03 |
| 2023-02-06 | BUY | 130,000 | 1년 | -26.12 | -13.69 |
| 2022-10-04 | BUY | 110,000 | 1년 | -20.16 | -7.36 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0 |
| Buy(매수) | 87.9 |
| Hold(중립) | 12.1 |
| Sell(비중축소) | 0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2024-11-27

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **우도형**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

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