

2024. 2. 15

금융/소비재팀

정민기

Analyst

mingi1.jeong@samsung.com

## 키움증권 (039490)

### 4Q23 Review: 전향적 환원 정책 기대

- 4Q 미수금 비용 및 총당금 인식 등 일회성 비용 요인에 따라 QoQ 적자 전환
- 일회성 비용 제외 시 연간 세전이익은 7,500억원 수준으로 양호한 실적으로 추정
- 증시 호황 시 수혜 가능성, 명시적 주주환원 정책 등 고려하여 Top pick으로 제시

#### WHAT'S THE STORY?

**일회성 비용에 따른 QoQ 적자 전환:** 키움증권은 4Q23 연결 지배주주 순손실 1,914억원 기록하며 QoQ 적자 전환. 전분기 대비 감익은 주로 1) 영풍제지 사태 관련 미수금 비용과 2) 부동산 PF 및 해외부동산 관련 총당금 비용 등 도합 5,000억원 수준의 일회성 비용 요인에 기인. 경성손익의 경우, 시장 거래대금 감소에 따라 브로커리지 수익 감소하였고(1,383억원, QoQ -22.4%), 거래대금 감소 여파로 위탁금 및 신용 잔고 감소하면서 이자손익도 소폭 감소(1,903억원, QoQ -2.0%). 한편, 금리 인하에 따른 채권 운용손익 증가로 운용손익은 290억원 기록하며 전분기 대비 80.3% 증가.

**BUY 투자 의견 유지:** 동사에 대한 BUY 투자 의견 유지. 1) '23년 일회성 요인에 따라 관련 비용 대규모로 인식했으나, 이를 제외하면 연간 세전이익은 약 7,500억원(YoY +10.3%)에 육박하는 것으로 추정되며, 2) 최근 정부의 증시 활성화 정책에 따른 증시 호황 시 가장 큰 수혜가 기대되고, 3) 명시적 주주환원 정책을 발표하며 업종 내 주주환원 메리트 또한 존재한다고 판단. 동사는 주주환원 시 23년 발생한 일회성 비용 요인의 경우 향후 수 개년여 걸쳐 나눠서 반영한다는 방침이며, 이에 따라 23년 환원 성향은 40%에 육박할 것으로 전망.

#### ▶ AT A GLANCE

투자의견	<b>BUY</b>	
목표주가	140,000원	24.0%
현재주가	112,900원	
시가총액	3,0조원	
Shares (float)	26,226,706주 (51.3%)	
52주 최저/최고	76,300원/114,500원	
60일-평균거래대금	54.6억원	

#### ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
키움증권 (%)	21.8	16.0	6.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	17.4	13.8	0.2

#### ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	140,000	120,000	16.7%
2023 EPS	15,021	15,604	-3.7%
2024E EPS	23,445	23,434	0.0%

#### ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	13
Target price	126,208
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

#### 키움증권 4Q23 review

(십억원)	4Q23	3Q23	전분기 대비 (%)	4Q22	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권 추정	차이 (%)
영업이익	(277.0)	271.9	적전	136.7	적전	(225.1)	n/a	(240.6)	n/a
세전이익	(248.3)	261.5	적전	146.2	적전	(243.1)	n/a	(240.6)	n/a
당기순이익	(191.4)	202.8	적전	134.4	적전	(193.3)	n/a	(174.5)	n/a
KOSPI (기말, p)	2,655	2,465	7.7	2,236	18.7	n/a	n/a	n/a	n/a
일평균거래대금 (조원)	16.5	23.1	(28.6)	13.0	26.8	n/a	n/a	n/a	n/a
국고채 금리 (1년, 기말, %)	3.4	3.7	(0.2)	3.8	(0.3)	n/a	n/a	n/a	n/a
신용융자잔고 (평잔, 조원)	17.2	19.9	(13.3)	16.6	4.0	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 키움증권, Fnguide, 삼성증권

#### Valuation 및 실적 추정 요약

(십억원)	순영업이익	영업이익	순이익	BPS (원)	EPS (원)	P/B (배)	P/E (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	1,835	1,209	904	149,422	31,114	0.7	3.4	25.4	3.3
2022	1,269	656	507	159,609	17,467	0.5	4.8	11.5	3.6
2023	1,160	565	436	170,358	15,021	0.6	6.6	9.3	3.0
2024E	1,527	939	681	189,287	23,445	0.6	4.9	13.3	3.2
2025E	1,655	1,050	761	212,253	26,201	0.5	4.4	13.3	3.6

자료: 키움증권, 삼성증권 추정

### 목표주가 산정 방식 변경

당사는 정부 주도 '기업 밸류업 정책'에 따라 향후 금융사들의 자본 활용 및 주주환원 정책 가시성 제고될 것으로 기대된다. 또한, 당사는 이미 '23년 10월에 중기 주주환원 정책을 발표한 바, 적정주가 산출 시 자본 여력 및 주주환원 정책을 고려하는 것이 합리적이라고 판단한다. 이에 따라 키움증권의 목표주가 산출 방식을 기존의 Target PER 방식에서, 1) Book value를 반영하는 적정 PB-ROE 및, 2) Target 주주환원 수익률 방식의 평균으로 변경한다.

### 키움증권 valuation

2024E		
<b>A. 적정 PB-ROE 방식</b>		
Forward ROA (%)		1.3
총자산/총자본 (배)		10.1
* 지속 가능 ROE (Sustainable ROE, %)	(a)	11.7
자본비용(Cost of capital, %)	(b)	13.08
영구 성장률 (Long-term growth, %)	(c)	2.4
Target P/ B (x)	(d=[a-c]/[b-c])	0.74
Forward BVPS (원)	(e)	189,287
적정 주가 (원)	(f=d*e)	139,775
<b>B. 적정 주주환원 수익률 방식</b>		
금융업종 Target 총 주주환원 수익률 (%)		4.8
** 할인/할증 (%)		15.0
종목 Target 총 주주환원 수익률 (%)		5.5
총 주주환원액 (십억원)		231.4
예상 총 주주환원율 (%)		30.0%
Target 시가총액 (십억원)		3,700.8
적정 주가 (원)	(g)	141,109
<b>C. 목표주가</b>		
적정 주가 (원)	(f+g)/2	140,442
목표주가 (원)		140,000
***현재 주가 (원)		112,900
Upside (%)		24.0

참고: \* 지속 가능 ROE는 당사 중장기 ROE 추정치의 평균

\*\* 증권업종의 이익 변동성 및 타 금융업종(보험, 은행) 비 해당 메리트 열위에 따라 15% discount 적용

\*\*\*현재 주가는 2/14 종가 기준

자료: 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
현금및예치금	16,221	12,691	14,137	13,856	13,579
현금및현금성자산	1,035	1,244	1,341	1,314	1,288
예치금	15,186	11,447	12,796	12,541	12,291
유가증권	15,771	21,919	21,535	21,107	20,685
단기매매증권	14,721	20,042	19,638	19,247	18,862
매도가능증권	474	461	441	432	423
파생상품	119	761	503	493	483
기타유가증권	457	655	954	935	916
대출채권	9,499	10,374	12,274	12,030	11,790
유형자산	139	127	124	129	134
무형자산	59	75	104	108	112
기타자산	3,671	2,925	3,975	4,598	5,335
<b>자산총계</b>	<b>45,301</b>	<b>48,037</b>	<b>52,046</b>	<b>51,720</b>	<b>51,523</b>
예수부채	17,253	15,268	16,624	16,293	15,967
차입부채	19,793	25,518	26,752	26,219	25,695
차입금	3,307	4,610	6,015	5,895	5,777
환매조건부채권매도	6,639	8,566	8,688	8,515	8,345
매도신증증권	3,376	4,773	4,732	4,637	4,545
사채	4,984	4,448	4,317	4,231	4,147
기타차입부채	1,487	3,122	3,000	2,940	2,881
기타부채	3,636	2,828	3,603	3,603	3,603
미지급금	2,793	2,042	2,742	2,742	2,742
미지급비용	201	240	348	348	348
제세예수금	20	16	14	14	14
임대보증금	5	4	1	1	1
퇴직급여충당부채	5	0	0	0	0
이연법인세부채	69	52	39	39	39
기타	613	526	498	498	498
<b>부채총계</b>	<b>40,930</b>	<b>43,677</b>	<b>47,142</b>	<b>46,276</b>	<b>45,422</b>
자본금	145	145	145	145	145
자본잉여금	1,039	1,039	1,039	1,039	1,039
기타자본	(64)	(148)	(148)	(148)	(148)
기타포괄손익누계액	13	(16)	34	(11)	(11)
이익잉여금	3,132	3,536	3,792	4,378	5,034
비지배주주 지분	37	37	41	41	41
<b>자본총계</b>	<b>4,302</b>	<b>4,593</b>	<b>4,904</b>	<b>5,444</b>	<b>6,100</b>

## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>효율성</b>					
판관비율 (%)	51.8	93.3	105.4	62.6	57.7
영업수지율 (%)	145.5	116.5	113.8	121.5	123.4
<b>배당 및 주당지표</b>					
BPS (원)	149,422	159,609	170,358	189,287	212,253
EPS (원)	31,114	17,467	15,021	23,445	26,201
DPS (원)	3,500	3,000	3,000	3,700	4,100
P/B (배)	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
P/E (배)	3.4	4.8	6.6	4.9	4.4
배당성향 (%)	11.6	17.6	17.7	14.0	13.9
배당수익률 (보통주, 현금, %)	3.3	3.6	3.0	3.2	3.6

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
순수수료수익	968	726	650	694	755
수탁수수료	682	490	466	457	504
수익증권취급수수료	54	54	30	41	42
웹어카운트수수료	15	14	15	12	12
인수및주선수수료	32	16	15	20	27
기타수수료수익	185	152	124	163	170
순이자수익	591	804	645	(149)	(142)
순상품운용수익	334	(286)	482	858	899
기타이익	(58)	25	(617)	124	142
<b>순영업이익</b>	<b>1,835</b>	<b>1,269</b>	<b>1,160</b>	<b>1,527</b>	<b>1,655</b>
판매비와관리비	626	612	595	588	605
인건비	226	223	196	160	160
기타 판관비	400	389	399	428	446
<b>영업이익</b>	<b>1,209</b>	<b>656</b>	<b>565</b>	<b>939</b>	<b>1,050</b>
영업외이익	25	24	20	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>1,234</b>	<b>680</b>	<b>585</b>	<b>939</b>	<b>1,050</b>
법인세비용	324	172	144	258	289
비지배주주지분 손이익	6	1	4	0	0
<b>순이익</b>	<b>904</b>	<b>507</b>	<b>436</b>	<b>681</b>	<b>761</b>

## 성장성 및 수익성 지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>성장성 (전년대비, %)</b>					
예수금증가율	20.0	(11.5)	8.9	(2.0)	(2.0)
총자산증가율	20.5	6.0	8.3	(0.6)	(0.4)
자기자본증가율	49.1	6.8	6.8	11.0	12.0
순영업이익증가율	24.9	(30.9)	(8.6)	31.7	8.4
순이익증가율	28.5	(43.9)	(14.0)	56.1	11.8
EPS증가율	12.9	(43.9)	(14.0)	56.1	11.8
BPS증가율	30.9	6.8	6.7	11.1	12.1
<b>수익성 (%)</b>					
자기자본회전율	136.4	194.7	194.6	158.4	143.1
총자산수익률 (ROAA)	2.2	1.1	0.9	1.3	1.5
자기자본수익률 (ROAE)	25.4	11.5	9.3	13.3	13.3
총자산영업이익률	2.6	2.0	1.2	1.4	1.9

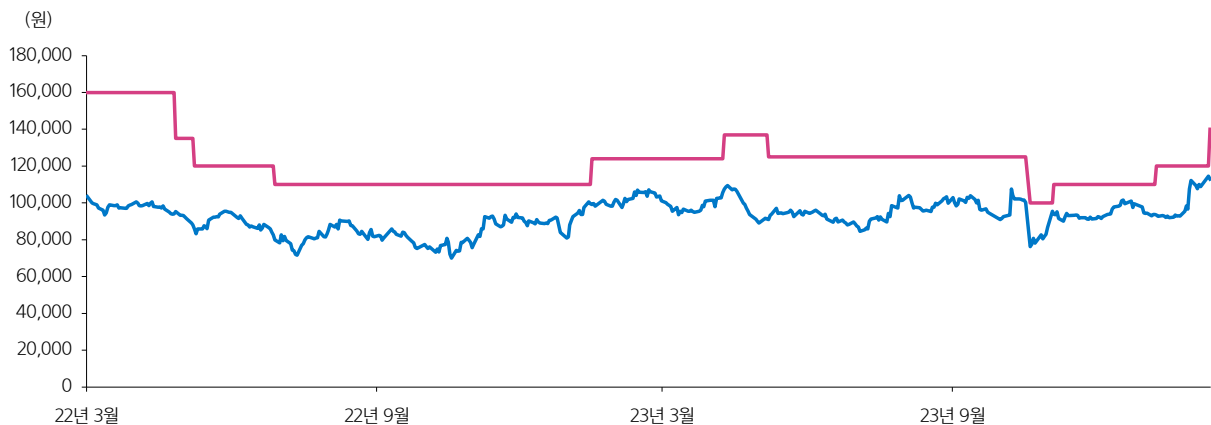
## 주요 경제 및 시장 지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023	2024E	2025E
GDP 성장률 (%)	4.0	2.4	1.3	2.3	2.4
M2 (기말, %)	11.7	8.0	3.5	5.5	6.5
국고채 (3년, 기말, %)	1.9	3.2	3.9	3.3	2.8
KRW/USD (기말, 원)	1,189	1,240	1,310	1,235	1,200
Kospi (기말, pt)	2,978	2,236	2,550	2,700	2,900
주식 일평균거래대금 (조원)	27.3	15.8	19.6	18.6	21.2
주식시장 시가총액 (조원)	2,649	2,083	2,554	2,699	2,891
주식 평균회전율 (배)	5.1	3.7	3.8	3.4	3.6
선물 일평균계약금액 (조원)	28.6	24.9	21.4	23.6	24.8
옵션 일평균계약금액 (조원)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
수익증권 총판매잔액	788	839	928	939	951

## Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 2월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 2월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

## 2년간 목표주가 변경 추이



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/10/21	2022/4/29	5/11	7/1	2023/1/18	4/12	5/10	10/23	11/7	2024/1/11	2/15
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	160000	135000	120000	110000	124000	137000	125000	100000	110000	120000	140000
과리율 (평균)	-36.52	-32.33	-25.75	-23.52	-19.09	-27.45	-23.36	-17.42	-14.16	-17.43	
과리율 (최대or최소)	-30.00	-30.89	-20.50	-8.64	-13.63	-20.15	-14.00	-4.50	-7.64	-4.58	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

\* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

## 기업

**BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상  
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

**HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외

**SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

## 산업

**OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

**NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ( $\pm 5\%$ ) 예상

**UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

## 최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.12.31 기준

매수(79.9%)·중립(20.1%)·매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA