

# 키움증권 (039490)

우수한 실적 시현, 지금부터 관건은 업황 개선 여부

2024년 5월 3일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	145,000 원 (상향)
✓ 상승여력	10.8%	✓ 현재주가 (5월 2일)	130,900 원

## 신한생각 업황 둔화 고려 시 단기 모멘텀 제한적

매출 기준 사상 3번째 최대 실적. 다만 4월 이후 거래대금이 1Q 대비 10% 축소됐고, 2Q 감익 불가피해 증권업종 전반적으로 단기 상승 모멘텀 모색 어려움. 업종 밸류에이션이 극단적으로 낮은 상황도 아님

주가 조정 시 적극 매수 추천. 올해 이익 증가(+64%)와 주주환원 정책 감안 시 점진적인 주가 상승 및 경쟁사 대비 Outperform 기대. 컨퍼런스콜 주요 내용 요약 및 QnA는 2페이지부터 후술

## 1Q24 Review: 지배순이익 2,455억원(흑전 QoQ), 컨센 24% 상회

1Q24P 영업이익 3,377억원(흑전, 이하 QoQ), 지배순이익 2,455억원(흑전, 컨센 1,974억원). 전분기 대규모 충당금 적립의 기저. 2차전지가 주식 시장을 이끌었던 전년 동기 대비로는 16% 감소. 이자손익 감소 때문

[BK수수료] +25%. 밸류업 프로그램, IPO 활황에 따른 브로커리지 업황 회복. 반도체/AI 중심 미국증시 호조, 해외주식 M/S 상승(31.9%→34.5%)

[WM수수료] -7%. 리테일 채권 판매 호조 가운데 양호한 흐름

[IB수수료] +202%. 코셈 IPO, SK엔무브 인수금융 리파이낸싱, 우량 PF딜

[이자손익] -38%. 작년 신용이자 하향, 리스크 관리 강화 영향

[Trading 및 기타] 분기 흑자전환 1년만에 성공. 주식운용본부의 적극적인 시장 대응 덕분. 우리금융 배당금 170억원 수취, PF 충당금 190억원 적립

## Valuation

24F ROE 13%, PBR 0.6x, 멀티플 조정 반영해 TP 14만원→14.5만원 상향

12월 결산	순영업수익 (십억원)	수수료손익 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	DY (%)
2022	1,268.7	725.9	656.4	507.3	4.1	11.1	0.5	3.6
2023	1,159.6	649.7	564.7	436.3	5.6	9.0	0.5	3.0
2024F	1,722.2	629.1	957.8	716.7	4.6	13.2	0.6	2.9
2025F	1,699.9	568.4	973.9	731.5	4.6	12.0	0.6	2.5
2026F	1,663.7	388.3	976.9	733.9	4.7	10.8	0.5	2.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## [증권]

임희연 수석연구원

✉ heeyeon.lim@shinhan.com

김민중 연구원

✉ minjongkim@shinhan.com

## Revision

실적추정치	유지
Valuation	상향

시가총액	3,433.1 십억원
발행주식수(유동비율)	25.5 백만주(50.6%)
52주 최고가/최저가	134,800 원/76,300 원
일평균 거래액 (60일)	10,353 백만원
외국인 지분율	25.9%

## 주요주주 (%)

다우기술 외 7 인	41.4
국민연금공단	11.8

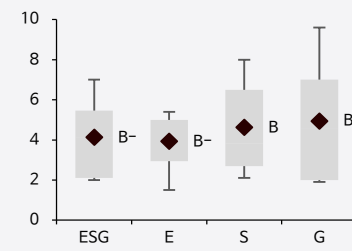
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	9.4	16.7	43.7	33.8
상대	12.3	13.7	35.2	33.2

## 주가



## ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## 1Q24 컨퍼런스콜 요약

### (1) 올해 주요 사업 전략

1. MAU 증대, 금융상품 잔고 확대로 금융투자플랫폼 경쟁력 강화하고자 함. MAU 증대를 위해서는 이중업종간 제휴 전략 활용. 금융상품은 중개형 ISA 등 절세 상품 앞세우는 중. 이를 통해 BK 강자를 넘어 금융상품 중심의 자산관리 강자로 변모하고자 함.
2. 리스크 관리 체계를 업계 최고 수준으로 고도화하고 AI 역량을 바탕으로 초개인화 자산관리 솔루션 준비 중
3. 인도네시아 법인 체질 개선, 싱가포르 자산운용 거점을 확보하는 등 글로벌 사업 기반 강화
4. 업계 최고 수준 ROE 달성을 중심으로 하는 기업가치 제고 방안을 선제적으로 수행하고 투자자들과 소통을 더욱 강화할 것

### (2) Key Data 요약

1. 1분기 영업이익은 1Q23 다음으로 역대 2번째 실적 기록
2. 우발채무는 2.2조원, 전분기 대비 0.6조원 증가. 국내 부동산 PF는 1.5~1.6조원, 전분기 대비 0.6조원 증가. 본PF 70%, 브릿지론 26%. 본PF 중 선순위가 93% 차지
3. 지역별로 살펴보면 수도권이 63%, 광역시가 31%. 주거시설이 83% 차지
4. 우발채무 관련 충당금은 전분기 대비 120억원 감소한 190억원
5. 해외 부동산 익스포저는 3,860억원 수준으로 전분기 대비 320억원 증가, 이는 신규 투자가 아닌 기존 투자분의 추가 출자권. 관련해서 1분기에는 손상 이슈가 없었음.
6. 자회사의 부동산 PF 익스포저는 저축은행 2곳, 캐피탈 1곳 합산 1.37조원. 지역별로는 수도권 76%, 광역시 17%, 주거시설 60% 차지

## (3) QnA

Q. 해외주식 M/S 회복되었지만 수수료율도 낮아짐. 협의 수수료 관련 내용 부가 설명 부탁

A. 1분기 국내 대비 미국 주식 변동성이 커 미국 주식 브로커리지 손익 개선 컸음. 경쟁사들이 수수료율을 낮춰서 영업 중. 타사들도 3~4bp 수수료 유지 중. 더 불어 프로모션, 무료 수수료 등의 영향 받는 중

당사 또한 3분기 이후부터 미국 주식 ETF에 대해서는 4.4bp로 가져가고, 우량고객에 한해 협의수수료 3bp까지 낮춰가는 상황

Q. 향후 자사주 신규 취득 계획 있는지?

A. 자사주와 배당 비중에 대해서는 시장 및 여러 환경을 검토하여 결정할 것. 배당 금액은 최소한 유지 또는 우상향 계획. 자사주 취득은 확답 불가능하나 가능성 열려있음

Q. 신용공여잔고 작년 4분기부터 줄어든 수준에서 유지 중. 비단 시장 환경 보다는 내부적으로 리스크 관리 강화되었는데, 앞으로 신용공여잔고 예측 시 회복시점을 어느정도로 예상하면 될지?

A. 신용공여 정책은 작년 10월 이후 타이트한 리스크관리 해옴. 100% 레버리지 가능한 종목이 작년 10월 이전 600~700개였다면 영풍제지 이후 1,300개까지 늘어난 상황. 1분기부터 리스크관리 정교화를 통해 줄여나가는 중. 현재는 1,000~1,100개 정도 수준

분기 평균으로 보면 신용잔고는 3.1조지만 월별로 보면 우상향 하는 모습. 2분기까지 보면 예년과 같은 그림으로 나올 것으로 기대

Q. 기업가치 제고 방안 관련, 업황 변동성 수반하는데 ROE 15% 타겟은 어떻게 도출된 것인지?

A. BM 특성상 BK 비중이 높고 이익이 안정적인 편. 리테일에서 연간 6,000억원 이상의 영업이익 달성해준다면 실적 가시성 높아짐

지난해 영풍제지 미수금 사태가 없었다면 영업이익 8천억대 중반 가능했을 것. 실제로 영풍제지 사태가 없었다면 작년 15% 달성 가능한 상황이었다고 생각. 일회성만 없다고 하면 리테일에서 6천억 달성하고 홀세일, IB에서 ROA 6% 이상 목표를 두고 달을 선별적으로 가져가는 전략. 그 외 저수익 자산 고도화하고 일부 비용통제 강화하는 측면을 통해 ROE 15%는 충분히 달성 가능한 목표

Q. 홀세일, IB 등에서 6% 이상의 달들에 대해 선택적 운용을 하는 것이 현업에서는 받아들이기 쉽지 않은 목표일 듯. 특히 채권운용에서 쉽지 않을 듯한데, 현업과의 커뮤니케이션은 어떻게 하는지, 목표 달성을 위해 어떤 가이드라인을 줄 수 있는지?

A. 투자 운용과 관련해 채권은 최소화된 포지션으로 가져가고 있음. 주식운용에서 ROA 6% 이상 타겟 가져가는 중. 사업 부문 평가에 있어서 리스크 대비 수익률이 높은 사업에 대해서는 ROA가 6%를 충족하지 않더라도 자원 할당을 늘리는 쪽으로 리스크 관리와 수익성 관리 병행 중

IB나 프로젝트에 대해서는 복을 활용하되, 충분한 리스크 점검을 통해 ROA 6% 이상을 달성해 전체 ROE 15% 가져가려고 함. 리스크 대비 수익성 감안 시 낮은 리스크의 경우 낮은 ROE라도 자원 할당을 추가적으로 하여 수익성 높이는 전략 취하는 중

## 1Q24P 키움증권 실적 요약

(십억원, %)	1Q24P	4Q23	1Q23	% QoQ	% YoY	컨센서스	% Gap	신한 추정치	% Gap
순영업수익	504.7	(132.6)	540.3	흑전	(6.6)			437.0	15.5
수수료손익	185.7	140.2	167.3	32.4	11.0			173.6	7.0
영업이익	337.7	(277.0)	388.9	흑전	(13.2)	256.1	31.9	288.5	17.0
지배주주순이익	245.5	(191.4)	291.5	흑전	(15.8)	197.4	24.4	210.9	16.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		% Change	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
순영업수익	1,652.4	-	1,722.2	1,699.9	4.2	-
영업이익	986.2	-	957.8	973.9	(2.9)	-
지배주주순이익	746.4	-	716.7	731.5	(4.0)	-

자료: 신한투자증권 추정

## 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	증감률
순영업수익	540.3	334.0	418.0	(132.6)	504.7	440.3	413.5	363.8	1,159.6	1,722.2	48.5
수수료손익	167.3	164.8	177.4	140.2	185.7	144.7	146.6	152.2	649.7	629.1	(3.2)
수탁수수료	169.3	170.0	180.2	138.2	173.4	159.2	157.2	159.9	657.7	649.7	(1.2)
WM수수료	19.3	21.6	19.9	23.0	21.4	21.8	21.3	22.2	83.8	86.7	3.5
IB수수료	16.2	16.9	19.9	12.2	36.8	4.0	0.9	17.8	65.2	59.5	(8.7)
기타수수료	28.2	24.8	30.2	26.8	20.3	20.3	21.2	37.6	110.0	99.3	(9.7)
수수료비용	65.8	68.6	72.8	59.9	66.1	60.7	54.0	85.3	267.0	266.0	(0.3)
이자손익	218.2	230.6	240.6	235.6	146.9	211.9	210.7	189.4	925.0	758.8	(18.0)
트레이딩및기타손익	154.8	(61.4)	(0.0)	(508.4)	172.1	83.7	56.2	22.2	(415.0)	334.3	(180.5)
판관비	151.4	153.1	146.1	144.4	167.0	163.5	158.8	275.2	595.0	764.5	28.5
영업이익	388.9	180.9	271.9	(277.0)	337.7	276.8	254.7	88.6	564.7	957.8	69.6
세전이익	395.8	176.0	261.5	(248.3)	337.9	290.8	268.9	96.9	585.1	994.4	70.0
지배주주순이익	291.5	133.3	202.8	(191.4)	245.5	209.1	194.4	67.7	436.3	716.7	64.3
ROA	2.2	1.0	1.6	(1.5)	1.8	1.5	1.3	0.4	0.8	1.2	0.3
ROE	24.6	10.9	16.0	(15.8)	19.9	16.1	14.4	5.0	9.0	13.2	4.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

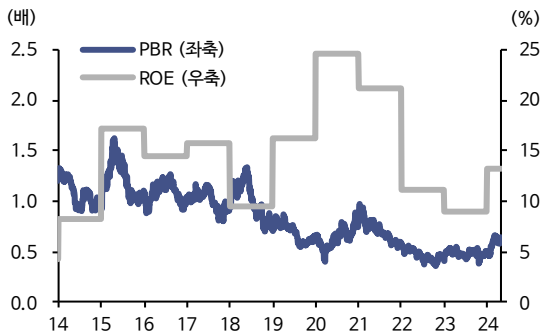
## 목표주가 산출 테이블

(%, 배, 원)		
2024FROE	(a)	13.2
Cost of capital	(b)	11.9
Risk free rate	국고 5년 금리	3.7
Beta	종목베타	1.7
Market return	시장프리미엄	8.5
Long-term growth	(c)	0.0
Fair P/ B	$(d=[a-c]/[b-c])$	1.1
Discount/Premium		(30.0)
Adj. Fair P/B	(g)	0.8
Forward BPS	(h)	199,962
Target Price	$(i=g*h)$	145,000
상승 여력		10.8

자료: 신한투자증권 추정

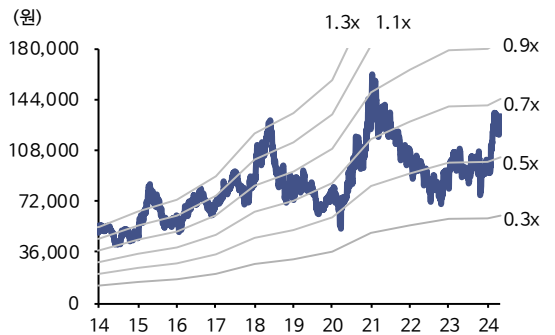
주: 기발행 RCPS(전환가 15만원/4천억원, 전환가 24만원/400억원) 감안해 30% 할인 적용

## 키움증권 PBR-ROE 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

## 키움증권 1yr fwd PBR 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

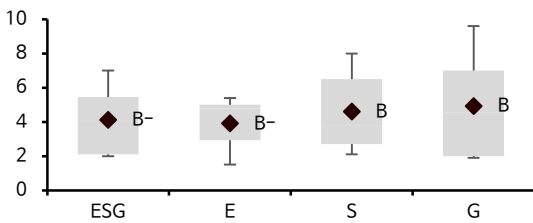
# ESG Insight

## Analyst Comment

- ◆ E: 금융 업종 특성 상 환경오염 관련 이슈 제한적, 친환경 산업 직간접 투자를 통해 환경 개선 기여 노력 중
- ◆ S: 장애우, 어린이 보호시설 등 주로 취약계층 아동 및 청소년들에게 사회공헌활동 집중
- ◆ G: 목표 주주환원을 2025년까지 별도 당기순이익 기준 30% 이상 유지, 기보유 자사주 2026년까지 소각 발표

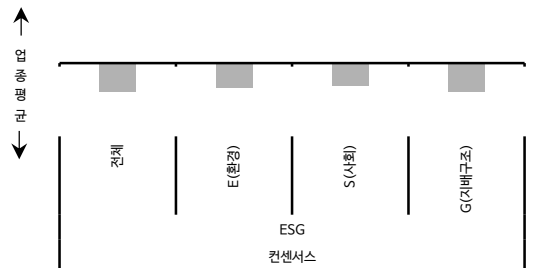
### 신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

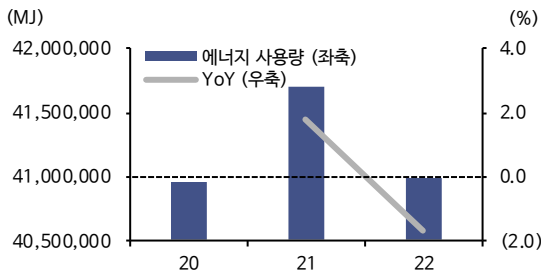
### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

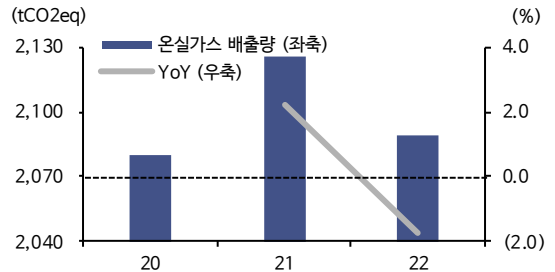
## Key Chart

### 에너지 사용량



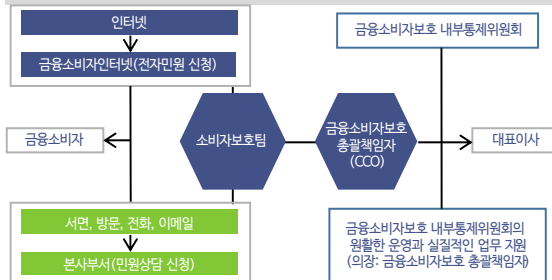
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 온실가스 배출량



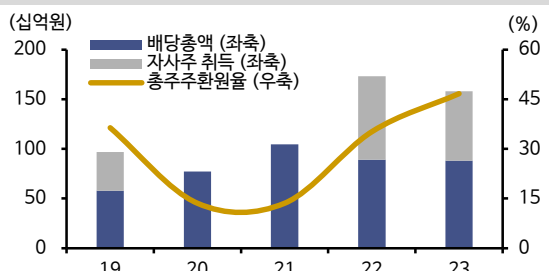
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 소비자보호 조직도



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 주주환원을 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 연결재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>48,037.3</b>	<b>52,046.4</b>	<b>60,583.2</b>	<b>67,729.0</b>	<b>75,311.7</b>
현금및예치금	12,691.1	14,300.9	16,916.7	19,054.4	21,358.4
유가증권	20,516.1	22,046.4	21,136.2	21,453.2	21,775.0
종속기업및관계기업투자	602.4	828.6	1,175.7	1,497.5	1,839.5
대출채권	10,380.2	10,921.9	12,291.9	13,224.3	14,126.7
유형자산	127.3	123.9	139.2	151.6	164.5
투자부동산	334.8	278.3	348.1	357.4	367.3
무형자산	74.8	74.9	84.7	94.4	104.8
기타자산	3,310.6	3,471.5	8,490.6	11,896.1	15,575.4
<b>부채총계</b>	<b>43,444.2</b>	<b>47,142.3</b>	<b>55,126.7</b>	<b>61,588.7</b>	<b>68,473.0</b>
예수부채	15,267.7	16,764.3	19,853.7	22,054.8	24,398.7
당기손익잉여금부채	4,772.6	4,808.1	5,749.9	6,529.5	7,360.7
차입부채	17,720.7	20,025.6	22,861.1	25,517.9	28,348.2
발행사채	4,547.6	4,094.5	4,653.2	4,897.5	5,155.5
기타부채	1,135.7	1,449.7	2,008.8	2,589.1	3,209.8
<b>자본총계</b>	<b>4,593.1</b>	<b>4,904.1</b>	<b>5,456.5</b>	<b>6,140.2</b>	<b>6,838.7</b>
자본금	145.2	145.2	145.2	145.2	145.2
자본잉여금	1,038.9	1,038.9	1,038.9	1,038.9	1,038.9
기타자본	(147.7)	(184.0)	(184.0)	(184.0)	(184.0)
기타포괄이익누계액	(16.1)	1.4	4.6	4.6	4.6
이익잉여금	3,535.8	3,859.3	4,481.1	5,129.2	5,777.7
<b>지배주주지분</b>	<b>4,556.0</b>	<b>4,860.7</b>	<b>5,419.2</b>	<b>6,102.4</b>	<b>6,800.3</b>
비지배주주지분	37.1	43.4	37.3	37.9	38.4

## Financial Ratio

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>순영업이익 구성 (%)</b>					
수탁수수료	51.5	56.7	37.7	37.3	23.1
WM수수료	7.5	7.2	5.0	4.3	4.6
IB수수료	9.3	5.6	3.5	2.5	2.7
이자손익	63.4	79.8	44.1	48.6	54.5
트레이딩및기타손익	(20.6)	(35.8)	19.4	18.0	22.2
<b>성장률 (%)</b>					
총자산 증감률	6.0	8.3	16.4	11.8	11.2
자기자본 증감률	6.8	6.8	11.3	12.5	11.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: K-IFRS 연결 기준

## 연결손익보고서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>순영업이익</b>	<b>1,268.7</b>	<b>1,159.6</b>	<b>1,722.2</b>	<b>1,699.9</b>	<b>1,663.7</b>
증감률	(30.9)	(8.6)	48.5	(1.3)	(2.1)
<b>수수료손익</b>	<b>725.9</b>	<b>649.7</b>	<b>629.1</b>	<b>568.4</b>	<b>388.3</b>
수탁수수료	653.1	657.7	649.7	633.6	384.5
WM수수료	95.4	83.8	86.7	72.7	76.0
IB수수료	118.4	65.2	59.5	42.3	44.7
기타수수료	101.3	110.0	99.3	117.8	118.0
<b>이자손익</b>	<b>803.9</b>	<b>925.0</b>	<b>758.8</b>	<b>826.2</b>	<b>906.2</b>
트레이딩및기타손익	(261.2)	(415.0)	334.3	305.3	369.2
<b>판매비</b>	<b>612.3</b>	<b>595.0</b>	<b>764.5</b>	<b>726.0</b>	<b>686.8</b>
증감률	(2.3)	(2.8)	28.5	(5.0)	(5.4)
판매비용	34.1	48.3	51.3	44.4	42.7
인건비용	12.3	17.6	16.9	24.1	27.5
<b>영업이익</b>	<b>656.4</b>	<b>564.7</b>	<b>957.8</b>	<b>973.9</b>	<b>976.9</b>
증감률	(45.7)	(14.0)	69.6	1.7	0.3
<b>영업외손익</b>	<b>23.7</b>	<b>20.4</b>	<b>36.6</b>	<b>52.1</b>	<b>55.6</b>
세전이익	680.2	585.1	994.4	1,025.9	1,032.5
법인세비용	172.0	144.3	276.3	289.1	294.4
<b>당기순이익</b>	<b>508.2</b>	<b>440.7</b>	<b>718.1</b>	<b>736.9</b>	<b>738.1</b>
증감률	(44.2)	(13.3)	62.9	2.6	0.2
순이익률	40.1	38.0	41.7	43.3	44.4
<b>지배주주순이익</b>	<b>507.3</b>	<b>436.3</b>	<b>716.7</b>	<b>731.5</b>	<b>733.9</b>
비지배순이익	0.8	4.5	1.4	5.3	4.2

## Valuation Indicator

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (원)	20,441	17,850	26,446	26,313	25,750
BPS (원)	183,566	198,866	199,962	219,501	238,598
DPS (원)	3,000	3,000	3,500	3,000	3,000
PER (배)	4.1	5.6	4.6	4.6	4.7
PBR (배)	0.46	0.50	0.61	0.55	0.51
ROE (%)	11.1	9.0	13.2	12.0	10.8
ROA (%)	1.1	0.8	1.2	1.1	1.0
배당성장률 (%)	14.7	16.8	13.2	11.4	11.7
배당수익률 (%)	3.6	3.0	2.9	2.5	2.5

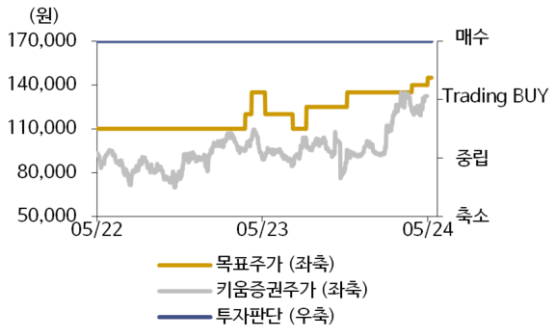
자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: K-IFRS 연결 기준



## 투자 의견 및 목표주가 추이

### 키움증권(039490)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 04월 15일	매수	110,000	(22.6)	(10.5)
2022년 10월 16일		6개월경과	(15.9)	(2.6)
2023년 03월 27일	매수	120,000	(16.8)	(14.6)
2023년 04월 10일	매수	135,000	(25.8)	(19.0)
2023년 05월 10일	매수	120,000	(23.0)	(19.2)
2023년 07월 10일	매수	110,000	(13.5)	(5.4)
2023년 08월 09일	매수	125,000	(23.3)	(14.0)
2023년 11월 07일	매수	135,000	(21.7)	(0.1)
2024년 03월 29일	매수	140,000	(10.5)	(5.4)
2024년 05월 03일	매수	145,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 임희연, 김민종)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자에 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 01일 기준)

매수 (매수)	94.17%	Trading BUY (중립)	3.75%	중립 (중립)	2.08%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------