

키움증권 (039490)

3Q 실적 컨센 하회. 부정적 요소를 반영한 Valuation

3Q Review: 순이익 482억원 기록

3분기 지배주주 순이익은 482억원(-39% (QoQ), +47% (YoY))으로 컨센서스를 20% 하회했다. 우선, 증권 별도 부문의 순이익이 28% (QoQ) 감소했다. 거래대금 감소(-33% (QoQ))로 위탁매매 수수료 수익이 전 분기 대비 26% 감소한 503억원을 기록했고, 부진했던 국내 증시 노출도가 높았던 PI 영업수지도 19억원으로 51% (QoQ) 줄었다. 2분기 성과급 지급으로 기저가 높았음에도 광고비가 38% (QoQ) 증가하면서 전 분기 수준의 판관비가 유지된 점도 부정적이었다. 다만, IB 부문은 3건의 상장과 견조한 회사채 발행 및 자산유동화 수익으로 전 분기와 유사한 수익을 유지했고, 홀세일 부문은 법인영업 위주로 수익이 30% (QoQ) 증가했다. 저축은행, 자산운용 등 주요 자회사들의 합산 영업이익은 전 분기 대비 40% 늘며 양호했다.

IB 및 자회사 실적 향상은 긍정적이나, 판관비율 상승은 부정적

IB 및 자회사 실적 향상은 키움증권의 높은 국내 증시 의존도를 완화시킨다는 점에서 긍정적이다. 자회사들의 합산 영업이익 규모는 16년 분기 평균 133억원에서 18년 3분기 243억원으로 늘며 연결 영업이익에서의 기여도도 28%까지 상승했다. IB 부문도 올해 연간 10건의 IPO가 예상되는 데 7건의 상장을 주관했던 2016년 수수료 수입 규모가 90억원이었던 점을 감안할 때, 2018년 ECM 부문에서만 100억원 이상이 기대된다. DCM 부문도 부동산 PF 관련 자산유동화 수익이 양호한 상황이다. 다만, 높아진 광고비는 부담요인이다. 게다가 2019년부터는 히어로즈 야구단의 메인 스폰서가 됨에 따라 연간 100억원의 추가 부담이 발생한다. 최근의 광고비 증가 추세를 반영할 경우 2019년 순영업수익 대비 판관비율은 51%로 예상된다. 물론 경쟁사 대비 여전히 낮은 수준이지만, 과거 46~47%의 효율적인 비용 구조에 대한 가치는 일부 희석될 것이다.

투자 의견 BUY 유지, 목표주가는 100,000원으로 조정

투자 의견 BUY를 유지한 가운데, 높아진 국내 증시 불확실성 등을 반영해 목표주가는 100,000원으로 조정한다. 다만, 2019년 실적 기준 PBR이 0.9배로 2012년 이후 Valuation 하단에 위치해 국내 증시 부진과 거래대금 감소 영향 등은 반영했다는 판단이다. 인터넷전문은행 사업에 대해 적극적으로 검토 중으로 설립 기대감은 여전히 유효하다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 100,000원(하향) | CP(11월 12일): 84,500원

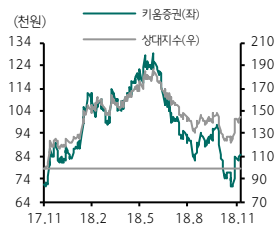
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,080.44
52주 최고/최저(원)	129,500/71,000
시가총액(십억원)	1,867.4
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	22,099.7
60일 평균 거래량(천주)	99.6
60일 평균 거래대금(십억원)	8.4
18년 배당금(예상, 원)	1,350
18년 배당수익률(예상, %)	1.6
외국인지분율(%)	19.64
주요주주 지분율(%)	
다우기술 외 3인	47.74
국민연금	12.92
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.3 (31.3) 13.0
상대	15.7 (18.2) 38.1

Consensus Data

	2018	2019
영업수익(십억원)	1,867.0	1,858.0
영업이익(십억원)	365.4	378.3
순이익(십억원)	292.1	289.9
EPS(원)	11,637	11,160
BPS(원)	83,455	95,875

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
순영업수익	십억원	473.5	589.2	676.0	708.4	766.5
영업이익	십억원	230.7	315.8	357.8	351.7	369.1
순이익	십억원	179.9	240.2	270.1	263.5	275.5
EPS	십억원	8,142	10,870	10,637	10,379	10,850
증감률	%	(5)	34	(2)	(2)	5
PER	배	8.8	8.1	7.9	8.1	7.8
PBR	배	1.3	1.3	1.0	0.9	0.8
ROE	%	15.3	17.2	14.5	11.6	11.1
BPS	원	56,278	68,988	84,878	92,906	101,320
DPS	원	850	1,300	1,350	1,400	1,550



Analyst 신동하
02-3771-7794
asdfhjkl@hanafin.com

표 1. 키움증권 연결 손익

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	QoQ	YoY
영업수지	139.5	156.1	109.7	183.9	186.8	165.8	158.4	(4)	44
판관비	60.9	68.2	66.4	77.8	72.6	79.9	78.9	(1)	19
영업이익	78.6	87.9	43.4	105.9	114.2	85.9	79.5	(7)	83
세전이익	79.2	93.0	43.6	107.3	114.0	102.3	73.9	(28)	69
지배주주순이익	60.7	72.8	32.9	73.8	87.7	79.0	48.2	(39)	47

자료: 키움증권, 하나금융투자

표 2. 키움증권 별도 손익

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	QoQ	YoY
영업수지	103.2	123.1	83.0	132.2	150.9	133.9	120.2	(10)	45
판관비	48.6	54.0	52.2	59.0	58.3	65.0	63.2	(3)	21
영업이익	54.6	69.1	30.8	73.2	92.6	68.9	57.0	(17)	85
세전이익	68.6	69.0	31.7	78.9	105.4	79.8	61.3	(23)	93
지배주주순이익	51.7	52.3	23.9	55.4	82.0	60.8	43.6	(28)	82

자료: 키움증권, 하나금융투자

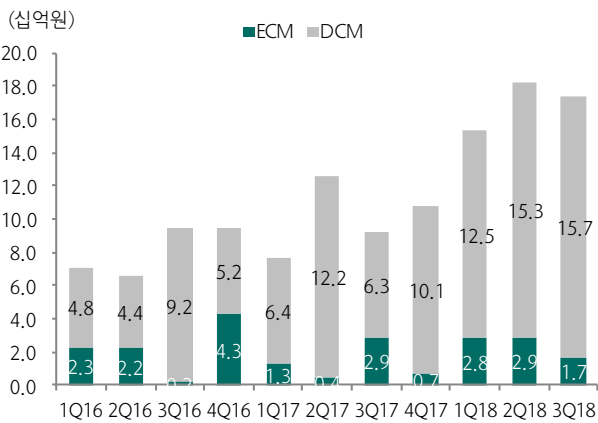
표 3. 키움증권 자회사 영업이익 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
연결영업이익	78.6	87.9	43.4	106.0	114.2	85.9	79.5
키움증권	54.6	69.1	30.8	73.2	92.6	68.9	57.0
키움저축은행	8.6	6.8	5.9	8.2	5.0	7.1	9.2
키움YES저축은행	3.4	2.6	2.8	5.7	2.4	6.1	4.5
키움투자자산운용	4.9	5.8	5.9	3.5	5.3	6.0	6.8
키움인베스트먼트	0.4	0.5	0.0	1.2	(0.3)	0.7	2.0
키움인도네시아	0.2	0.2	0.3	0.5	0.5	0.3	2.0
키움PE (17.4.26 출범)		(0.8)	(1.6)	6.3	(0.2)	0.9	0.0
기타(투자조합&펀드)	6.5	3.7	(0.7)	7.3	8.9	(4.1)	(0.2)

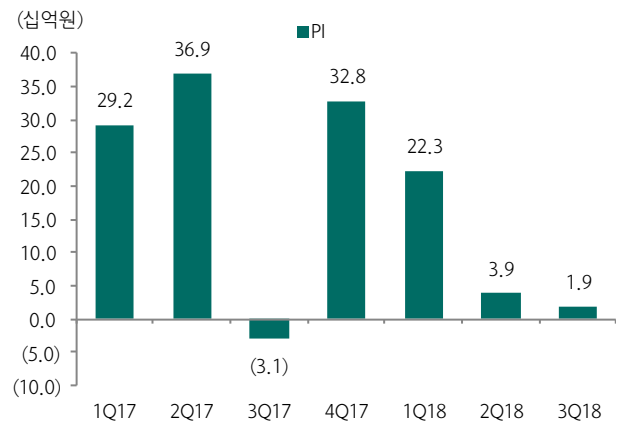
자료: 키움증권, 하나금융투자

그림 1. 키움증권 IB 부문 수익 추이



자료: 키움증권, 하나금융투자

그림 2. 키움증권 PI 부문 수익 추이



자료: 키움증권, 하나금융투자

표 4. 키움증권 목표주가 산정

목표주가	100,000
현재주가 (11/12)	84,500
상승여력(%)	18%
이론 P/B	1.09
ROE (2019 예상치)	11.6%
COE	10.7%
Beta	1.7
Risk Free Rate	2.1
Risk Premium	5.0
과거 평균 P/B	1.25
2018F P/B	0.99
2018F BPS	85,222
이론 목표주가	93,000
과거 목표주가	107,000
이론가, 과거가 평균	100,000

자료: 하나금융투자

표 5. 키움증권 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
순영업이익	139.5	156.1	109.7	183.9	186.8	165.9	158.4	165.0	589.2	676.0	708.4
수수료이익	51.3	61.0	55.7	67.3	84.6	87.8	77.3	74.2	235.3	323.9	312.5
수탁수수료	39.2	42.7	42.5	53.6	70.5	68.4	50.8	49.2	178.1	238.9	199.2
자산관리수수료	10.3	11.4	11.8	13.3	12.3	13.4	14.3	14.7	46.8	54.7	61.2
인수주선, M&A 수수료	5.2	10.5	6.1	1.9	8.0	11.4	9.2	6.4	23.7	35.0	36.6
기타수수료	12.7	14.2	13.8	19.5	19.4	22.4	26.7	27.3	10.7	13.2	15.7
수수료비용	16.1	18.0	18.5	21.0	25.7	27.8	23.8	23.3	73.6	100.5	97.5
이자손익	38.5	43.9	47.8	53.1	55.0	54.6	60.8	55.8	183.2	226.1	250.7
운용손익	30.9	55.8	4.1	62.6	28.9	14.7	24.5	34.6	153.3	102.7	133.2
기타이익	18.8	(4.6)	2.2	0.9	18.3	8.7	(4.2)	0.4	17.3	23.2	12.0
판매관리비	60.9	68.2	66.4	77.9	72.6	79.9	78.9	86.7	273.3	318.1	356.8
인건비	20.0	25.2	20.9	32.8	26.1	29.8	27.0	33.8	98.9	116.8	134.8
기타 판관비	40.9	43.0	45.4	45.1	46.5	50.1	51.9	52.9	174.4	201.4	222.0
영업이익	78.6	87.9	43.4	106.0	114.2	85.9	79.5	78.3	315.8	357.8	351.7
영업외이익	0.6	5.1	0.2	1.3	(0.2)	16.4	(5.5)	(1.4)	7.2	9.3	5.7
세전이익	79.2	93.0	43.6	107.3	114.0	102.3	73.9	76.9	323.1	367.1	357.4
법인세비용	18.5	20.5	11.3	31.1	26.5	23.0	25.5	21.5	81.4	96.6	92.9
당기순이익	60.7	72.5	32.3	76.2	87.4	79.3	48.5	55.4	241.6	270.6	264.5
지배주주순이익	60.6	72.8	32.9	73.9	87.7	79.0	48.2	55.1	240.2	270.1	263.5

자료: 키움증권, 하나금융투자

추정 재무제표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
순영업수익	473.5	589.2	676.0	708.4	766.5
수수료이익	215.1	235.3	323.9	312.5	328.2
수탁수수료	173.5	178.1	238.9	199.2	203.2
자산관리수수료	41.0	46.8	54.7	61.2	67.9
인수주선, M&A 수수료	20.2	23.7	35.0	36.6	39.5
기타수수료	10.6	10.7	13.2	15.7	17.2
수수료비용	67.4	73.6	100.5	97.5	102.3
이자손익	138.0	183.2	226.1	250.7	284.1
운용손익	160.1	153.3	102.7	133.2	139.6
기타이익	(39.7)	17.3	23.2	12.0	14.6
판매관리비	242.8	273.3	318.1	356.8	397.4
인건비	78.8	98.9	116.8	134.8	165.4
기타 판관비	164.1	174.4	201.4	222.0	232.0
영업이익	230.7	315.8	357.8	351.7	369.1
영업외이익	5.2	7.2	9.3	5.7	4.5
세전이익	235.9	323.1	367.1	357.4	373.6
법인세비용	55.7	81.4	96.6	92.9	97.1
당기순이익	180.2	241.6	270.6	264.5	276.5
지배주주순이익	179.9	240.2	270.1	263.5	275.5

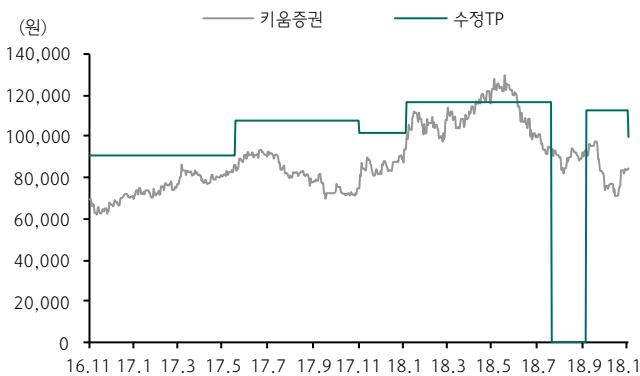
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
자산총계	8,857.1	11,590.6	16,264.1	18,585.0	21,815.7
현금 및 예치금	388.6	530.5	1,676.0	1,816.7	2,443.4
단기매매금융자산	5,175.4	6,201.2	8,554.6	9,970.4	11,691.0
매도가능금융자산	57.7	124.4	184.1	191.6	199.4
대출채권	2,083.6	3,032.9	3,428.6	4,046.6	4,710.8
리스자산	85.5	94.7	99.3	103.3	107.5
기타자산	521.2	847.6	1,764.6	1,836.3	1,910.9
부채총계	7,609.0	10,043.4	14,085.9	16,203.0	19,220.0
예수부채	4,192.2	5,035.5	5,968.1	7,254.3	8,817.6
단기매매금융부채	858.2	912.8	2,637.5	2,948.1	3,373.4
매도파생결합증권	2,023.8	3,195.2	4,753.0	5,472.2	6,323.1
차입금	788.9	1,411.6	2,072.0	2,332.1	2,624.8
기타부채	534.8	899.9	727.4	528.3	705.8
자본	1,248.0	1,547.2	2,178.2	2,382.0	2,595.7
지배주주지분	1,243.7	1,524.6	2,155.3	2,359.2	2,572.8
자본금	110.5	110.5	127.0	127.0	127.0
자본잉여금	190.0	191.1	529.3	529.3	529.3
이익잉여금	979.3	1,200.9	1,419.3	1,623.2	1,836.9
기타자본	(31.7)	44.6	79.7	79.7	79.7

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
총자산증가율	44	31	40	14	17
자본증가율	12	24	41	9	9
순영업수익증가율	2	24	15	5	8
수수료이익증가율	3	9	38	(4)	5
이자손익증가율	14	33	23	11	13
판관비증가율	8	13	16	12	11
지배주주순이익증가율	(5)	34	12	(2)	5
순영업수익 구성					
수탁수수료비중	37	30	35	28	27
IB수수료비중	4	4	5	5	5
이자손익비중	29	31	33	35	37
운용손익비중	34	26	15	19	18
기타이익비중	(8)	3	3	2	2
판관비비중	51	46	47	50	52

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS	8,142	10,870	10,637	10,379	10,850
BPS	56,278	68,988	84,878	92,906	101,320
P/E (배)	8.8	8.1	7.9	8.1	7.8
P/B (배)	1.28	1.27	1.00	0.91	0.83
ROE	15.3	17.2	14.5	11.6	11.1
ROA	2.2	2.2	1.7	1.5	1.3
DPS, 보통주	850	1,300	1,350	1,400	1,550
배당성향	10.4	12.0	12.7	13.5	14.3
배당수익률, 보통주	1.2	1.5	1.6	1.7	1.8
NCR비율	398	481			

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

키움증권



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.13	BUY	100,000		
18.9.17	BUY	113,000		
18.8.1	Analyst Change	-	-	
18.1.16	BUY	117,000	-6.44%	10.68%
17.11.13	BUY	102,000	-16.09%	-8.14%
17.5.29	BUY	108,000	-23.71%	-13.52%
17.3.3	1년 경과		-11.63%	-5.16%
16.3.2	BUY	91,000	-22.50%	-10.66%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.8%	6.3%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 11월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(신동하)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 11월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(신동하)는 2018년 11월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.