

2021. 2. 10



▲ 보험/증권

Analyst 김고은  
02. 6454-4871  
goenkim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **180,000 원**  
현재주가 (2.9) **157,500 원**  
상승여력 **14.3%**

KOSPI	3,084.67pt
시가총액	40,419억원
발행주식수	2,566만주
유동주식비율	55.89%
외국인비중	22.39%
52주 최고/최저가	162,000원/52,600원
평균거래대금	379.7억원

주요주주(%)

다우기술 외 5 인	42.15%
국민연금공단	11.86%
Orbis Investment Management	8.35%

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.6	47.2	108.3
상대주가	5.9	12.2	49.4

주가그래프



# 키움증권 039490

## 자본 확충이 필요한 시점

- ✓ 4Q20 당기순이익(연결, 지배) 2,011억원(-23.6% QoQ, +143.3% YoY 시현)
- ✓ 시장 신용 수요 폭발적으로 증가하나 동사 신용 MS 하락하는 모습
- ✓ 자본 확충으로 신용 공여 한도 확대해 토스증권과의 차별화 요소 만들어야
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 180,000원으로 5.9% 상향 조정

### 4Q20 당기순이익(연결, 지배) 2,011억원(-23.6% QoQ, +143.3% YoY)

4Q20 당기순이익(연결, 지배) 2,011억원(-23.6% QoQ, 143.3% YoY) 시현했다. 브로커리지 및 운용수익 호조 이어지고 있다. 일회성 비용으로 젠투펀드 관련 총당금 240억원을 인식했다. 해외주식 약정 금액 큰 폭으로 증가하고 있으며 증시 호조로 신규계좌 개설 증가세 이어지고 있는 점 긍정적이다. 마이데이터 2차 인가 신청할 예정이며 국내/해외/계좌개설로 구분되어 있는 앱 통합 작업 진행 중이다.

### 자기자본 확충이 필요한 시점

최근 신용 수요가 폭발적으로 증가하는 것과 달리 동사의 경우 신용잔고 MS가 떨어지는 모습이 나타나고 있다. 대형사의 경우 기업 신용공여 비중을 줄이고 개인 신용공여를 늘리는 반면 동사는 자기자본 100% 한도 내에서 추가 확대가 어렵기 때문이다. 향후 증시 호조가 지속된다는 가정 하에서는 자본 확충을 통한 신용 공여 한도 확대가 필요하다. 이는 향후 토스증권과의 경쟁에서도 차별화 요소로 작용할 수 있다.

### 투자의견 Buy 유지, 적정주가 180,000원으로 상향 조정

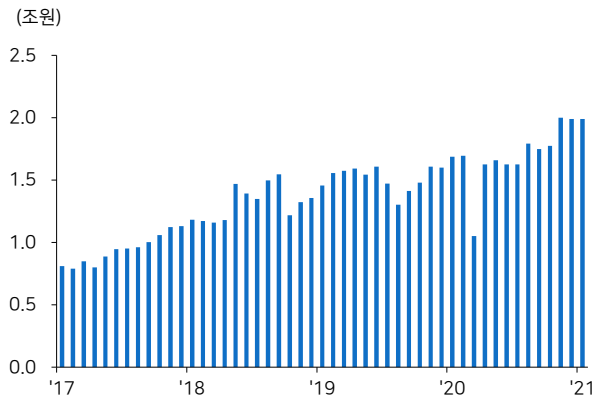
투자의견 Buy 유지하고 적정주가를 180,000원으로 5.9% 상향조정 한다. RCPS가 전환되며 오버행 이슈 해소되고 있어 valuation discount를 -10%에서 -5%로 축소했다. 21E EPS 및 BPS는 기존 대비 2.8%, 2.9% 상향 조정했다. 다만, 최근 시장의 신용 수요가 급격히 늘어나는데 반해 동사의 신용잔고 MS가 하락하고 있어 자본 확충 가능성 있다.

(십억원)	순영업수익	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2019	865.1	473.7	362.8	14,574	91.5	89,743	5.5	0.9	16.8	2.5
2020P	1,459.4	954.9	693.9	26,648	82.9	109,346	4.7	1.2	27.3	2.8
2021E	1,277.7	749.3	552.5	21,826	-18.1	132,323	7.2	1.2	17.8	1.7
2022E	1,268.1	720.6	530.3	20,948	-4.0	153,429	7.5	1.0	14.7	1.6
2023E	1,280.8	723.2	533.6	21,080	0.6	174,652	7.5	0.9	12.9	1.6

18년에 발행된 RCPS가 상당 부분 전환되어 오버행 이슈 해소되고 있다. 아직 남아있는 CB가 전환되면 자기자본이 약 900억원이 증가하고 이를 기반으로 신용공여 늘릴 수 있어 80억원 규모의 추가 이자 수익 발생 가능하다.

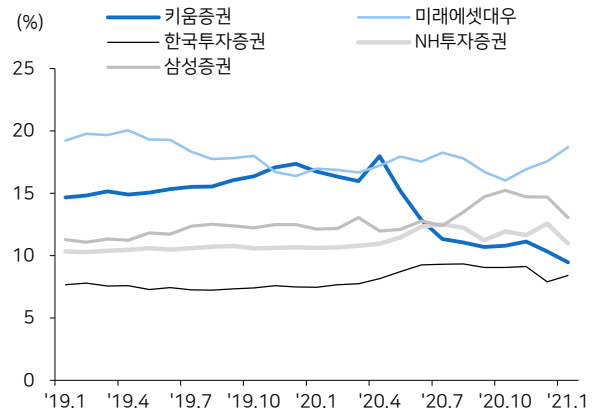
다만, 최근 신용 수요가 폭발적으로 증가하는 것과 달리 동사의 경우 신용잔고 MS가 지속적으로 떨어지는 모습이 나타나고 있다. 대형사의 경우 기업 신용공여 비중을 줄이고 개인 신용공여를 늘리는 반면 동사는 자기자본 한도 내에서 추가 확대가 어렵기 때문이다. 향후 증시 호조가 지속된다는 가정하에 자본 확충을 통한 신용 공여 한도 확대가 필요하다고 판단된다. 이는 향후 토스증권과의 경쟁에서도 차별화 요소로 작용 할 수 있다. 토스증권은 자기자본 규모가 작아 직접 신용공여 제공하기 어렵기 때문이다.

그림1 키움증권 신용잔고



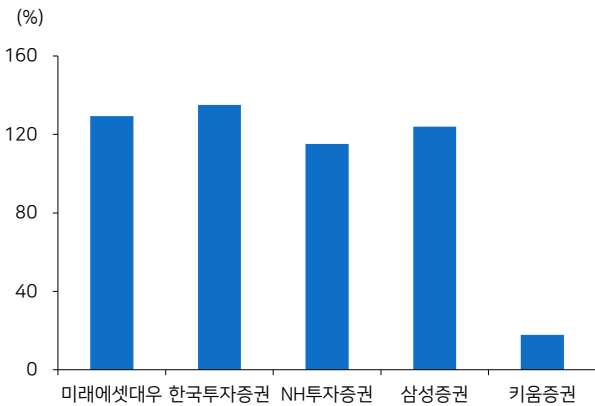
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림2 신용잔고 MS



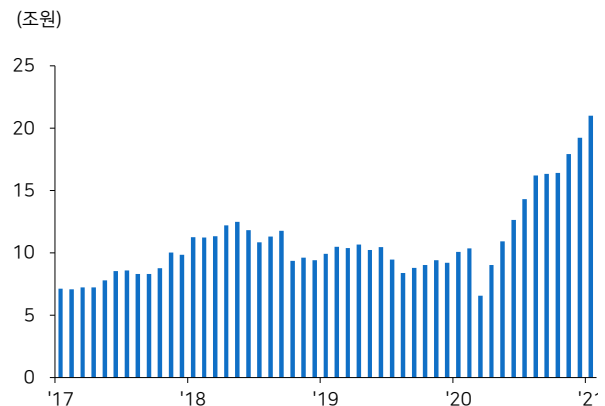
자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림3 20.01 대비 21.01 신용잔고 증가율



자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

그림4 시장 신용잔고 추이



자료: Check, 메리츠증권 리서치센터

표1 키움증권 4Q20 실적 Review

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	당사예상치	(% diff)
순영업수익	435.0	238.1	82.7	475.4	-8.5			444.1	-2.0
영업이익	275.1	120.0	129.1	355.5	-22.6	235.1	17.0	289.3	-4.9
당기순이익	204.7	84.8	141.5	263.7	-22.4	180.6	13.4	213.0	-3.9
지배주주	201.1	82.7	143.3	263.4	-23.6	191.2	5.2	213.2	-5.7

자료: 키움증권, 메리츠증권 리서치센터

표1 키움증권 분기별 실적

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	% YoY	% QoQ
순영업수익	288.5	160.7	177.8	238.1	112.6	436.4	475.4	435.0	82.7	-8.5
Brokerage	30.2	33.9	34.1	35.9	76.7	109.5	146.9	145.6	305.9	-0.9
IB 수수료	14.9	16.3	15.8	23.3	26.3	18.4	16.9	27.1	15.9	60.0
금융상품판매	0.8	0.8	0.9	1.0	1.7	1.4	2.3	1.1	17.6	-51.2
자산관리수수료	3.7	3.9	3.1	3.7	4.1	4.0	5.8	4.8	29.1	-16.0
기타수수료	27.8	31.7	39.6	41.2	40.2	31.3	30.8	32.7	-20.7	6.3
상품운용손익	135.0	-24.2	-15.5	39.3	-122.0	169.8	186.5	111.2	182.6	-40.4
이자손익	74.8	74.7	79.1	73.8	82.9	90.0	102.2	113.6	53.9	11.1
판매관리비	85.9	95.4	92.1	118.1	102.2	122.4	119.9	160.0	35.5	33.4
영업이익	202.6	65.3	85.8	120.0	10.3	314.0	355.5	275.1	129.1	-22.6
영업외손익	7.2	9.2	2.8	-0.7	-1.2	-10.1	17.5	9.1	흑전	-47.7
세전이익	209.8	74.5	88.5	119.4	9.2	303.9	373.0	284.2	138.0	-23.8
법인세비용	51.1	21.4	23.1	34.6	2.5	82.3	109.3	79.5	129.6	-27.3
당기순이익	158.7	53.1	65.4	84.8	6.7	221.5	263.7	204.7	141.5	-22.4
지배주주	157.9	55.5	66.7	82.7	9.4	219.9	263.4	201.1	143.3	-23.6

주: 상품운용손익에는 공정가치 평가 금융자산 손익, 외환거래손익, 배당금 및 분배금 포함. 회사가 제공하는 관리 회계 기준과 다른 점 유의.

자료: 키움증권, 메리츠증권 리서치센터

표1 Valuation table

적정주가	180,000원
이론주가	185,955원
2021년 BPS	132,323원
적정 PBR	1.41배
PBR discount	-5%
이론 PBR	1.48배
2021년 ROE	17.8%
Growth rate	1.0%
Cost of Equity	12.4%
Beta	1.44
Risk Free Rate	1.5%
Risk Premium	7.6%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 실적 추정 변경

(십억원)	수정전		수정후		변화율 (%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
순이익	529.6	496.5	552.5	530.3	4.3	6.8
EPS (원)	21,234	19,906	21,826	20,948	2.8	5.2
BPS (원)	128,547	148,451	132,323	153,429	2.9	3.4
ROE (%)	17.8	14.4	17.8	14.7	0.0	0.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 키움증권 (039490)

### Income Statement

(십억원)	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
순영업수익	865.1	1,459.4	1,277.7	1,268.1	1,280.8
Brokerage 수익	243.8	668.0	655.5	546.7	500.2
IB 수익	70.4	88.7	85.6	86.4	86.5
금융상품판매수익	3.5	6.5	4.7	5.0	5.3
자산관리수수료	14.4	18.6	19.6	20.0	20.4
기타수수료 수익	140.3	135.0	135.2	134.2	134.0
수수료비용	109.7	189.2	137.8	112.2	102.6
상품운용손익	134.7	345.5	73.2	131.6	169.0
이자손익	302.4	388.7	431.1	451.3	461.3
기타 손익	65.3	-2.4	10.6	5.3	6.7
판매관리비	391.4	504.5	528.5	547.5	557.6
영업이익	473.7	954.9	749.3	720.6	723.2
영업외 손익	18.5	15.3	8.5	9.3	10.7
세전이익	492.2	970.2	757.7	729.9	733.9
법인세비용	130.2	273.6	203.1	195.6	196.7
당기순이익	362.0	696.7	554.7	534.3	537.2
지배주주	362.8	693.9	552.5	530.3	533.6

### Balance Sheet

(십억원)	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
<b>자산 총계</b>	23,373.6	38,286.4	40,475.1	43,216.2	46,120.5
현금 및 예치금	5,277.6	12,021.2	12,801.1	13,805.0	14,872.5
유가증권	11,223.2	14,197.8	15,009.4	16,025.9	17,102.9
대출채권	5,321.4	6,857.5	7,249.6	7,740.5	8,260.7
유형자산	262.8	494.5	514.6	535.5	557.2
기타자산	1,288.6	4,715.4	4,900.4	5,109.3	5,327.1
<b>부채 총계</b>	21,115.2	35,410.9	37,097.2	39,304.0	41,671.1
예수부채	6,416.5	14,375.6	15,560.6	16,843.3	18,231.7
차입부채	5,979.5	7,740.4	8,054.7	8,381.7	8,722.1
발행사채	3,380.1	3,823.3	3,823.3	3,823.3	3,823.3
기타부채	5,339.2	9,471.7	9,658.7	10,255.7	10,894.0
<b>자본총계</b>	2,258.4	2,875.4	3,377.9	3,912.2	4,449.4
지배주주지분	2,234.0	2,847.2	3,349.7	3,884.0	4,421.3
자본금	127.0	127.6	127.6	127.6	127.6
자본잉여금	527.2	541.1	541.1	541.1	541.1
이익잉여금	1,660.1	2,296.2	2,770.5	3,304.8	3,842.0
기타자본	-55.9	-89.5	-89.5	-89.5	-89.5

### Key Financial Data I

(%)	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
<b>성장성</b>					
자산	28.2	63.8	5.7	6.8	6.7
부채	30.6	67.7	4.8	5.9	6.0
예수부채	21.0	124.0	8.2	8.2	8.2
차입부채	49.8	29.4	4.1	4.1	4.1
자본 총계(지배주주)	9.5	27.5	17.6	16.0	13.8
순영업손익	40.0	68.7	-12.4	-0.7	1.0
Brokerage	0.2	174.0	-1.9	-16.6	-8.5
순이자손익	24.7	28.5	10.9	4.7	2.2
판관비	18.9	28.9	4.8	3.6	1.8
영업이익	63.9	101.6	-21.5	-3.8	0.4
당기순이익(지배)	87.7	91.3	-20.4	-4.0	0.6
<b>수익성</b>					
영업이익률	54.8	65.4	58.6	56.8	56.5
판관비율	45.2	34.6	41.4	43.2	43.5

### Key Financial Data II

(%)	2019	2020P	2021E	2022E	2023E
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	14,574	26,648	21,826	20,948	21,080
BPS	89,743	109,346	132,323	153,429	174,652
DPS	2,000	3,549	2,599	2,494	2,510
<b>밸류에이션 (배)</b>					
PER	5.5	4.7	7.2	7.5	7.5
PBR	0.9	1.2	1.2	1.0	0.9
<b>수익성</b>					
ROE	16.8	27.3	17.8	14.7	12.9
ROA	1.7	2.3	1.4	1.3	1.2
<b>배당지표</b>					
배당성향	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
배당수익률	2.5	2.8	1.7	1.6	1.6
<b>안정성</b>					
순자본비율	462.9	788.9	976.0	1,184.3	1,445.2
레버리지비율	1,035.0	1,331.5	1,198.2	1,104.7	1,036.5

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**키움증권 (039490) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

