

증권

증권



정태준 CFA

02 3770 5585

taejoon.jeong@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
미래에셋증권	HOLD (M)	7,500 (M)
NH 투자증권	BUY (M)	11,000 (M)
한국금융지주	BUY (M)	75,000 (M)
삼성증권	BUY (M)	41,000 (M)
키움증권	BUY (M)	130,000 (M)

1Q23E preview [4월 monthly]

컨센서스 상회할 전망

증권업 1분기 실적은 거래대금 회복과 증시 반등, 시장금리 하락으로 컨센서스보다 양호한 실적을 보일 전망이다. 거래대금이 전년동기보다는 여전히 낮고 신규 PF 부진으로 IB 수수료 감소도 불가피 하지만 작년과 달리 시장금리가 하락하며 운용손익이 회복되면서 이를 상당 부분 상쇄할 수 있을 것으로 예상한다. 실적에 변수가 될 수 있는 요인으로는 1) 비시장성 자산 평가손익과 2) 브릿지론 관련 손실 인식 등이 가능하다. 컨센서스 상회 폭은 키움증권이 가장 클 전망인데, IB 부진 영향은 적을 것으로 예상하는 가운데 거래대금 회복과 증시 반등의 수혜를 가장 크게 입을 전망이기 때문이다.

부동산PF 시장 관련 리스크 점검

한국은행은 지난 23일 「금융안정상황」을 통해 비은행금융기관의 부동산PF 리스크를 평가하며 연체율의 빠른 상승을 우려 요인으로 제시했다. 다만 시나리오 테스트에서는 증권업 전체 자본비율이 모두 기준 수준에서 크게 하락하지 않고 규제 비율은 크게 상회한다는 결론을 내렸다. 그러나 이는 연결 NCR비율을 기준으로 산출하기 때문에 나타난 결과라고 판단하는데, 개별 NCR비율이나 구NCR비율은 이미 적정하다고 할 수 있는 최소 수준에 미달하거나 근접한 증권사들이 많기 때문이다. 이에 더불어 신규 PF 딜이 감소함에 따라 수익성이 저하되는 점도 우려 요인이라고 판단한다. 향후 이를 어떻게 극복할 것인가에 대한 고민이 필요한 시점이다.

Monthly review

3월 증권업 주가는 대체로 시장 대비 부진한 모습을 보였으나, 이는 연초 이후 2월까지 계속 시장보다 우수한 성과를 보인 점에 기인한다고 판단한다. 그 중에서는 키움증권이 가장 양호한 성과를 이어나갔으며, 삼성증권도 상대적으로 양호한 모습을 보였다. 이는 앞서 언급한 매크로 환경 개선에 따라 1분기 실적에 대한 기대감이 반영되는 것으로 추정한다. 미래에셋증권과 한국금융지주는 낙폭이 컸는데, 1) 부동산 익스포저를 장기간에 걸쳐 손실로 인식할 가능성이 높고 2) 신규 투자 건 감소로 수익성 저하를 겪을 우려도 상존하기 때문으로 판단한다. 최선호주는 키움증권을 유지한다.

* 증권업 monthly는 매월 첫째 월요일에 나옵니다

1. 1Q23E preview

컨센서스 상회할 전망

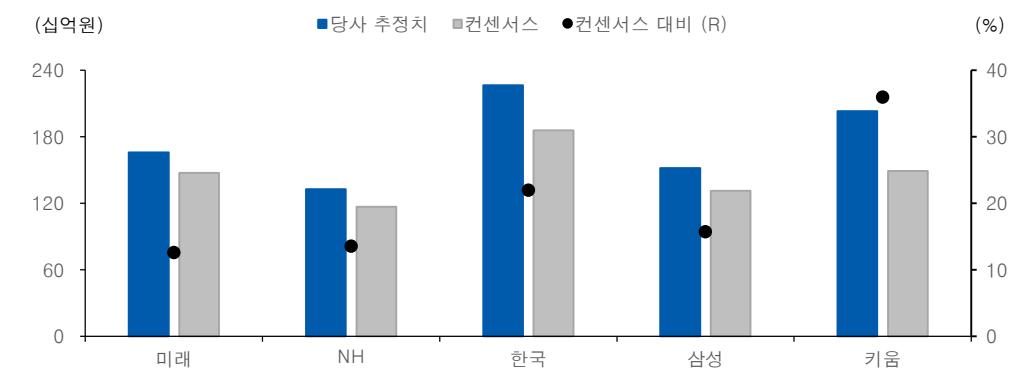
증권업 1분기 실적은 거래대금 회복과 증시 반등, 시장금리 하락으로 컨센서스보다 양호한 실적을 보일 전망이다. 거래대금이 전년동기보다는 여전히 낮고 신규 PF 부진으로 IB 수수료 감소도 불가피 하지만 작년과 달리 시장금리가 하락하며 운용손익이 회복되면서 이를 상당 부분 상쇄할 수 있을 것으로 예상한다. 실적에 변수가 될 수 있는 요인으로는 1) 비시장성 자산 평가손익과 2) 브릿지론 관련 손실 인식 등이 가능하다. 컨센서스 상회 폭은 키움증권이 가장 클 전망인데, IB 부진 영향은 적을 것으로 예상하는 가운데 거래대금 회복과 증시 반등의 수혜를 가장 크게 입을 전망이기 때문이다.

[표 1] 커버리지 합산 연결 실적 추이 (단위: 십억원)

	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	%YoY	%QoQ
순영업수익	2,187	1,889	1,471	2,251	-6.4	53.0
순수수료이익	1,238	983	840	994	-20.9	18.4
이자손익	988	899	770	837	-5.6	8.6
트레이딩 및 상품손익	-292	-160	-422	134	2,274.7	N/A
기타손익	253	168	283	286	11.8	0.9
판매비와관리비	1,234	1,153	1,222	1,181	-1.0	-3.3
영업이익	953	736	249	1,069	-11.6	328.8
세전이익	1,002	764	178	1,200	-3.4	575.8
법인세비용	274	233	-158	330	-3.6	N/A
연결당기순이익	728	531	335	870	-3.4	159.3
지배주주순이익	718	528	333	880	-1.5	164.3

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 1Q23E 당사 이익 추정치 vs. 컨센서스



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 1Q23E 실적 비교

(단위: 십억원)

	미래	NH	한국	삼성	키움
순영업수익	427	387	630	400	407
순수수료이익	218	171	242	167	196
이자손익	97	172	229	161	178
트레이딩 및 상품손익	-31	17	121.7	44	-18
기타손익	143	26	37	28	51
판매비와관리비	257	197	374	195	160
영업이익	170	190	256	205	247
세전이익	214	183	313	210	280
법인세비용	59	50	86	58	77
연결당기순이익	155	133	227	152	203
지배주주순이익	166	133	227	152	203

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 회사별 지배주주순이익 전망

(단위: 십억원)

	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
미래에셋증권	166	142	116	128	601	552	554
NH 투자증권	133	101	103	103	303	440	440
한국금융지주	227	130	153	158	637	667	716
삼성증권	152	135	135	113	424	535	540
키움증권	203	138	126	81	507	549	581

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] 미래에셋증권 분기별 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
순영업수익	427	405	379	359	2,161	1,569	1,569
순수수료이익	218	220	211	219	932	868	855
이자손익	97	91	89	86	492	363	358
트레이딩 및 상품손익	-31	-33	-27	-24	344	-115	-102
기타손익	143	126	106	79	393	454	459
판매비와 관리비	257	244	230	219	1,315	950	948
영업이익	170	160	149	140	846	620	622
영업외수익	36	140	43	117	272	336	336
영업외비용	-7	107	39	80	274	218	218
세전이익	214	193	153	177	844	738	740
법인세비용	59	53	42	49	224	203	203
연결당기순이익	155	140	111	129	619	535	536
지배주주순이익	166	142	116	128	601	552	554

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] NH 투자증권 분기별 연결 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
순영업수익	387	338	346	343	1,366	1,413	1,415
순수수료이익	171	161	158	158	784	648	632
이자손익	172	170	169	168	676	680	663
트레이딩 및 상품손익	17	-25	-11	-14	-290	-34	1
기타손익	26	32	29	31	197	118	119
판매비와 관리비	197	190	192	190	845	769	770
영업이익	190	148	153	152	521	644	645
영업외수익	2	1	1	3	44	8	8
영업외비용	9	11	12	14	125	45	45
세전이익	183	139	143	142	440	606	607
법인세비용	50	38	39	39	137	167	167
연결당기순이익	133	101	103	103	303	440	440
지배주주순이익	133	101	103	103	303	440	440

자료: 유인티증권 리서치센터

[표 6] 한국금융지주 연결 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
순영업수익	630	447	454	472	1,753	2,003	2,017
순수수료이익	242	248	239	237	1,162	966	946
이자손익	229	231	234	238	1,117	931	990
트레이딩 및 상품손익	122	-25	4	4	-625	104	36
기타손익	37	-6	-23	-6	99	2	44
판매비와 관리비	374	282	287	283	1,208	1,226	1,172
영업이익	256	165	168	189	546	778	845
영업외손익	57	14	43	30	100	145	145
세전이익	313	179	211	219	646	923	990
법인세비용	86	49	58	60	6	254	272
연결당기순이익	227	130	153	159	640	669	718
지배주주순이익	227	130	153	158	637	667	716

자료: 유인티증권 리서치센터

[표 7] 삼성증권 분기별 연결 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
순영업수익	400	363	360	343	1,401	1,466	1,448
순수수료이익	167	171	172	154	713	663	655
이자손익	161	155	153	150	622	619	641
트레이딩 및 상품손익	44	9	9	17	-35	79	50
기타손익	28	28	27	22	101	105	102
판매비와 관리비	195	176	174	181	822	726	701
영업이익	205	187	186	162	579	740	747
영업외수익	6	2	3	-3	8	8	8
영업외비용	2	2	3	4	11	11	11
세전이익	210	187	186	156	576	738	745
법인세비용	58	51	51	43	152	203	205
연결당기순이익	152	135	135	113	424	535	540
지배주주순이익	152	135	135	113	424	535	540

자료: 유인티증권 리서치센터

[표 8] 키움증권 분기별 연결 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
순영업수익	407	344	324	314	1,269	1,389	1,447
순수수료이익	196	189	188	185	726	758	744
이자손익	178	171	169	166	638	685	760
트레이딩 및 상품손익	-18	-54	-49	-50	-264	-171	-174
기타손익	51	37	16	13	169	117	117
판매비와 관리비	160	161	167	162	612	651	665
영업이익	247	183	156	152	656	738	783
영업외수익	34	9	19	4	66	66	66
영업외비용	2	1	1	44	42	48	48
세전이익	280	191	174	112	680	756	800
법인세비용	77	52	48	31	172	208	220
연결당기순이익	203	138	126	81	508	548	580
지배주주순이익	203	138	126	81	507	549	581

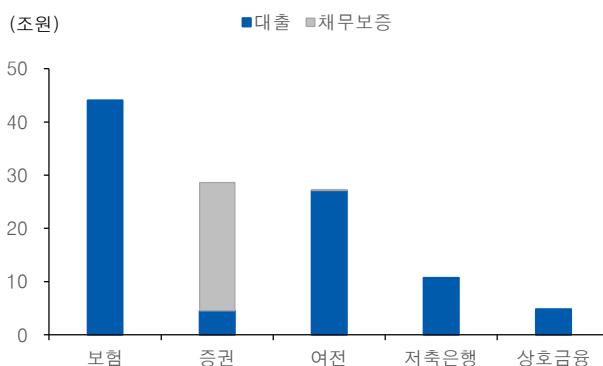
자료: 유인티증권 리서치센터

2. 부동산PF 시장 관련 리스크 점검

한국은행 금융안정상황 업데이트

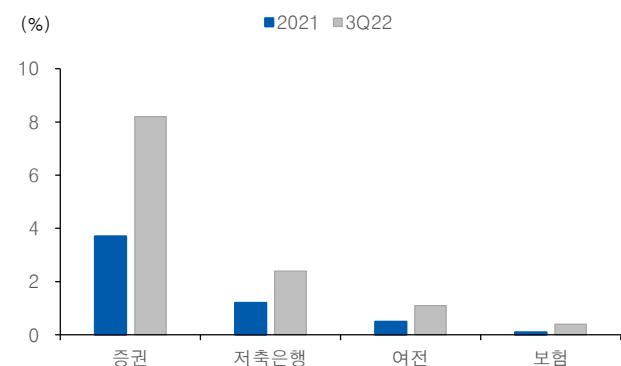
한국은행은 지난 23일 「금융안정상황」를 통해 비은행금융기관의 부동산PF 리스크를 평가하며 연체율의 빠른 상승을 우려 요인으로 제시했다. 다만 증권업 전체 자본비율은 1) 리스크 점수 80점 이상(시나리오 1, S1) 또는 2) 75점 이상(시나리오 2, S2) 사업장의 PF 대출을 전부 100% 손실로 인식한다는 가정을 적용한 시나리오 테스트에서 모두 기준 수준에서 크게 하락하지 않고 규제 비율은 크게 상회한다는 결론을 내렸다. 그러나 이는 연결 NCR비율을 기준으로 산출하기 때문에 나타난 결과라고 판단하는데, 개별 NCR비율이나 구NCR비율은 이미 적정하다고 할 수 있는 최소 수준에 미달하거나 근접한 증권사들이 많기 때문이다.

[그림 2] 비은행권 부동산PF 익스포저 비교



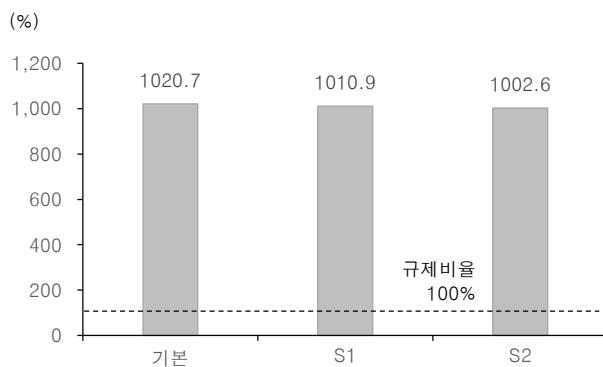
자료: 한국은행, 유인티증권 리서치센터

[그림 3] 업권별 PF 대출 연체율



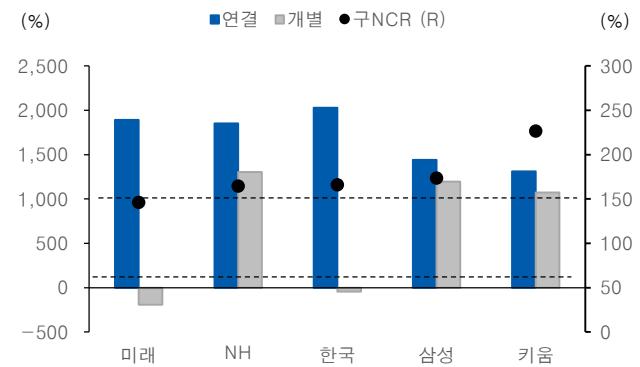
자료: 한국은행, 유인티증권 리서치센터

[그림 4] 증권사 자본비율 시나리오 테스트 결과



자료: 한국은행, 유인티증권 리서치센터

[그림 5] 증권사별 2022년 자본비율 비교

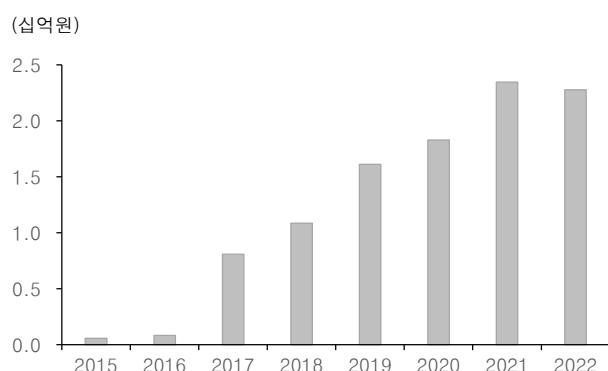


주: 연결 NCR 비율 규제비율은 100%, 구NCR 비율은 통상 150%를 기준으로 평가
자료: 금융통계정보시스템, 유인티증권 리서치센터

수익성 저하 문제

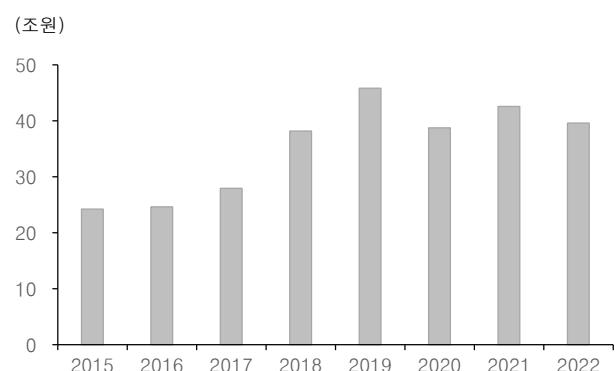
이에 더불어 기존의 PF 익스포저의 건전성 악화 뿐만 아니라 신규 PF 딜이 감소함에 따라 수익성이 저하되는 점도 우려 요인이라고 판단한다. 이는 이미 2019년 「부동산 PF 익스포저 건전성 관리 강화 방안」 이후 한 차례 겪었던 일이지만 지금은 규제 때문이 아니라 시장 자체가 축소되는 양상이기 때문에 더 영향이 클 것으로 예상한다. 특히 지난 3분기부터 PF 관련 수수료가 급격히 감소했음에도 불구하고 작년 연간 수수료수익에서 IB 및 기타 수수료수익의 비중이 여전히 큰 비중을 차지했다는 점은 향후 수익성 저하의 문제를 어떻게 극복할 것인가에 대한 고민이 필요한 시점임을 시사한다.

[그림 6] 증권업 합산 채무보증 수수료수익 추이



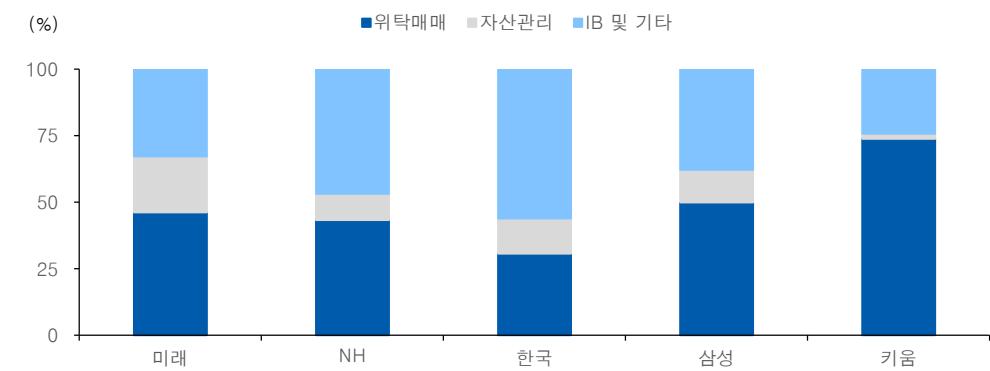
주: 국내 증권사 계, 자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 증권업 합산 채무보증 잔액 추이



주: 국내 증권사 계, 자료: 금융통계정보시스템, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 증권사별 수수료수익 구성 비교



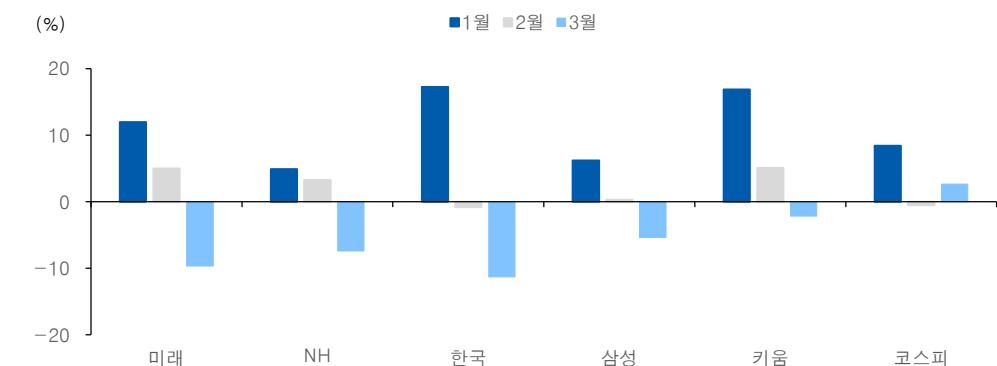
주: 증권 별도 기준, 2022년 연간 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

3. Monthly review

쉬어가는 3월

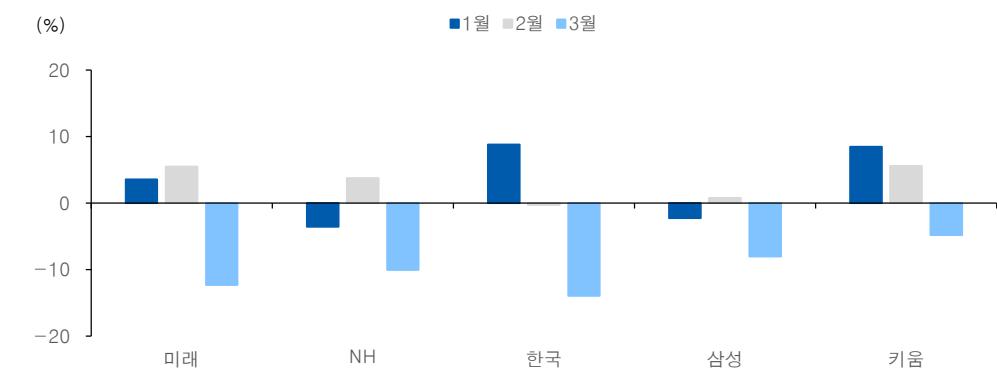
3월 증권업 주가는 대체로 시장 대비 부진한 모습을 보였으나, 이는 연초 이후 2월까지 계속 시장보다 우수한 성과를 보인 점에 기인한다고 판단한다. 그 중에서는 키움증권이 가장 양호한 성과를 이어나갔으며, 삼성증권도 상대적으로 양호한 모습을 보였다. 이는 앞서 언급한 매크로 환경 개선에 따라 1분기 실적에 대한 기대감이 반영되는 것으로 추정한다. 미래에셋증권과 한국금융지주는 낙폭이 컸는데, 1) 부동산 익스포저를 장기간에 걸쳐 손실로 인식할 가능성이 높고 2) 신규 투자 건 감소로 수익성 저하를 겪을 우려도 상존하기 때문으로 판단한다. 최선후주는 키움증권을 유지한다.

[그림 9] 월별 주가수익률 비교



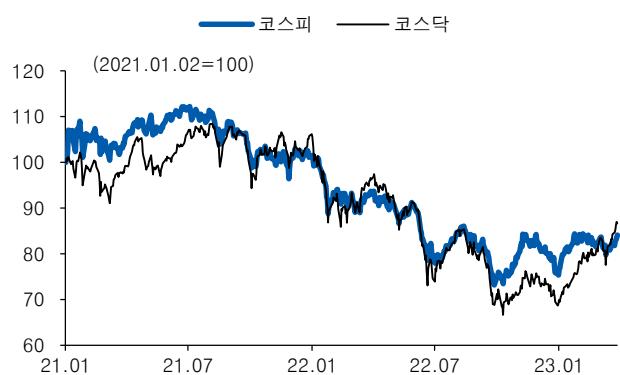
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 코스피 대비 상대 주가수익률 비교



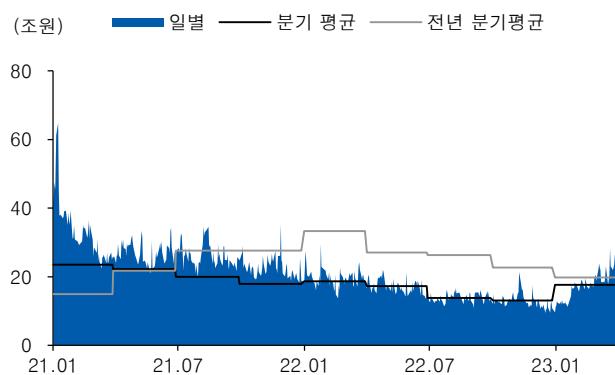
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 코스피 vs. 코스닥



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 일평균거래대금 추이



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 신용공여 잔고 추이



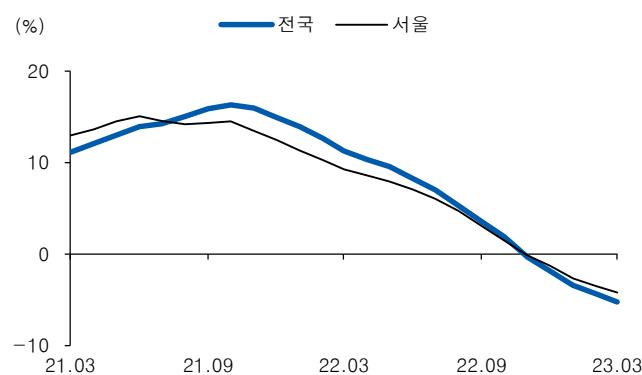
자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 시장금리 vs. 기준금리



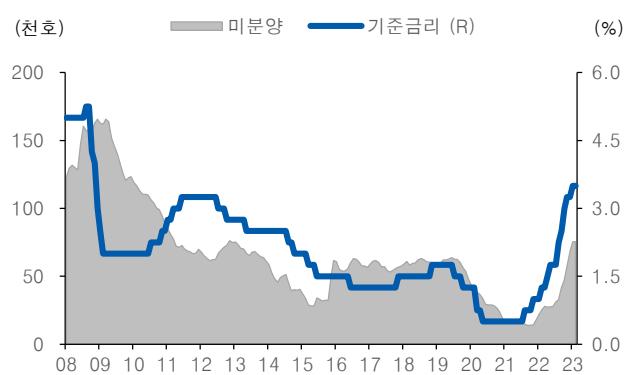
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 주택 매매가 지수 YoY 증가율



자료: KB 부동산, 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 미분양 주택 vs. 기준금리



자료: 국토교통부, 한국은행, 유안타증권 리서치센터

4. Valuation

[표 9] Valuation table

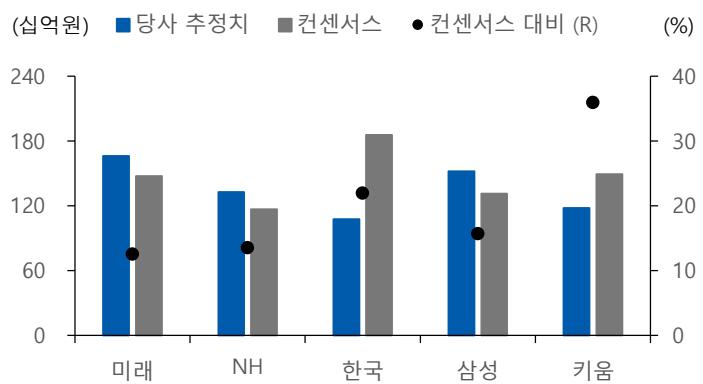
(단위: 배, %, 원)

	미래	NH	한국	삼성	키움
목표주가	7,500	11,000	75,000	41,000	130,000
목표 PBR	0.42	0.52	0.54	0.56	0.72
목표 PER	4.8	8.8	6.9	7.8	6.7
PBR					
2022	0.37	0.43	0.42	0.46	0.61
2023E	0.36	0.41	0.39	0.43	0.56
2024E	0.34	0.40	0.37	0.41	0.51
PER					
2022	6.3	10.0	5.3	6.7	5.6
2023E	4.2	7.0	5.1	6.1	5.2
2024E	4.1	7.0	4.7	6.0	4.9
ROE					
2022	5.7	4.3	8.4	6.9	11.4
2023E	5.1	6.0	8.4	8.4	11.4
2024E	4.9	5.9	8.5	8.0	11.0
ROA					
2022	0.56	0.54	0.76	0.71	1.09
2023E	0.51	0.81	0.71	0.92	1.07
2024E	0.49	0.77	0.69	0.84	1.03
배당수익률					
2022	3.1	8.0	4.2	5.4	3.0
2023E	2.8	8.0	4.5	6.9	3.4
2024E	2.8	8.0	4.9	6.9	3.7
배당성향					
2022	15.6	76.4	19.0	35.8	14.7
2023E	15.3	52.7	19.8	36.7	15.4
2024E	15.3	52.6	19.9	36.4	15.8
주당배당금					
2022	200	700	2,300	1,700	3,000
2023E	180	700	2,500	2,200	3,400
2024E	180	700	2,700	2,200	3,700

주: 배당 지표는 보통주 기준, 자료: FnGuide, 유인티증권 리서치센터

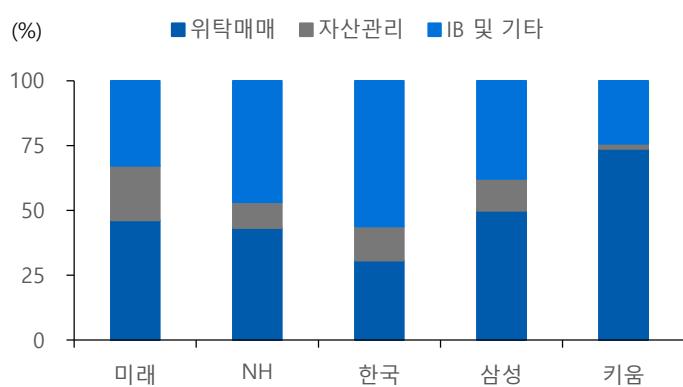
Key Chart

1Q23E 당사 이익 추정치 vs. 컨센서스



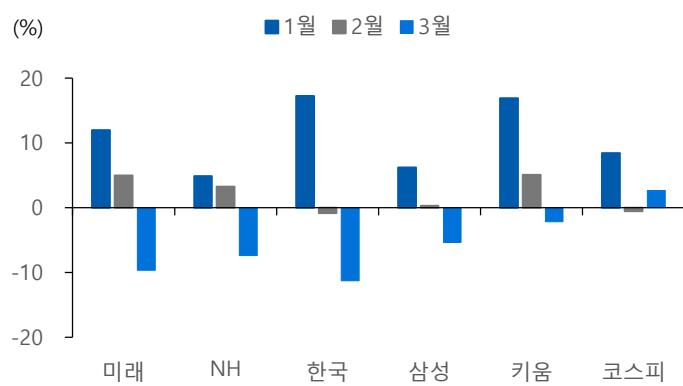
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

증권사별 수수료수익 구성 비교



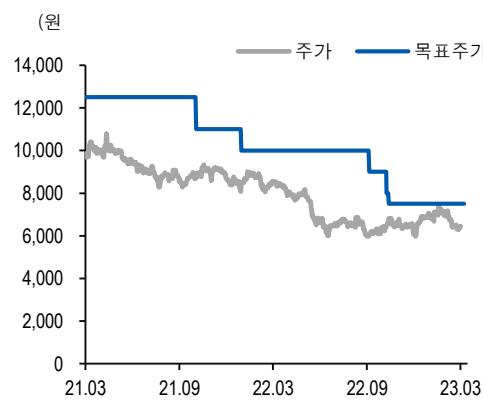
주: 증권 별도 기준, 2022년 연간 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

월별 주가수익률 비교



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

미래에셋증권 (006800) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점 대비	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-04-03	HOLD	7,500	1년		
2023-02-03	HOLD	7,500	1년		
2022-11-11	BUY	7,500	1년	-12.14	-6.00
2022-11-07	BUY	8,000	1년	-17.79	-17.00
2022-10-04	BUY	9,000	1년	-30.66	-28.33
2022-01-28	BUY	10,000	1년	-25.20	-9.90
2021-11-01	BUY	11,000	1년	-19.61	-15.09
2020-12-07	BUY	12,500	1년	-24.27	-13.60

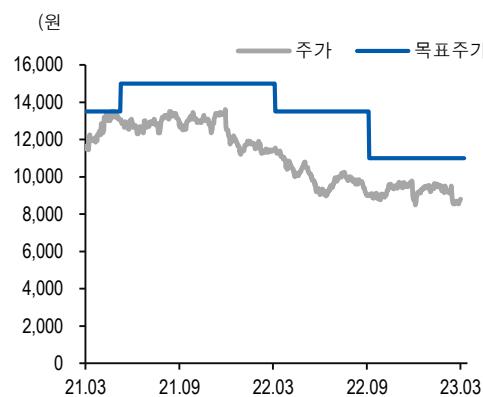
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

NH 투자증권 (005940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점 대비	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-04-03	BUY	11,000	1년		
2022-10-04	BUY	11,000	1년		
2022-04-04	BUY	13,500	1년	-26.01	-15.19
2021-06-07	BUY	15,000	1년	-16.21	-9.33
2020-12-07	BUY	13,500	1년	-11.43	0.00

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

한국금융지주 (071050) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

삼성증권 (016360) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

키움증권 (039490) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유인티증권

주: 괴리율 = (실제주가 * - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	92.0
Hold(중립)	8.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-03-30

※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: 정태준)
- 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: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%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.