

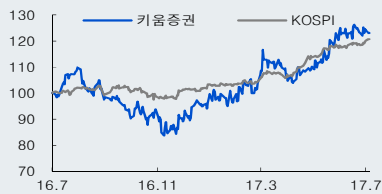
증권

Company Report
 2017.7.20

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	120,000
현재주가(17/07/19, 원)	89,200
상승여력	35%

영업이익(17F, 십억원)	271
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	270
EPS 성장률(17F, %)	14.7
MKT EPS 성장률(17F, %)	39.5
P/E(17F, x)	9.8
MKT P/E(17F, x)	10.1
KOSPI	2,414.63
시가총액(십억원)	2,029
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	52.1
외국인 보유비중(%)	25.3
배타(12M) 일간수익률	1.64
52주 최저가(원)	62,000
52주 최고가(원)	93,400

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.8	24.6	24.1
상대주가	-2.5	7.1	3.2



[증권/보험]

정길원
 02-3774-1675
 gilwon.jeong@miraeasset.com

키움증권 (039490)

2Q Preview 및 CB 발행의 영향

2Q 에도 경상적 실적은 분기 최고 실적 유지

키움증권의 2Q 순이익은 485억 원으로 우리의 기존 추정 462억 원을 상회할 것으로 예상된다. ROE 15.4%에 해당한다.

1) 개인 거래 비중 정제에도 불구하고 전체 거래대금 증가에 따른 수수료 수익 증가, 2) 신용잔고 및 예탁금 증가에 따른 이자이익 증가, 3) 상품운용이익이 호조 등이 결합된 결과이다. 4) 저축은행 등 연결 자회사의 실적도 특이점은 없는 것으로 보인다.

1Q 순이익 607억 원에는 미치지 못하지만, 1Q에는 일회성 요인(우리은행 지분의 배당금, 저축은행 총당금 환입 등)이 기여했던 점을 제거하면 경상적으로는 양호한 수준을 유지하고 있다.

CB 발행, 희석이 없는 이유?

키움증권은 전환사채 1,470억 원을 발행하기로 결정하였다. 발행금리는 1%, 전환가액은 현주가 대비 18% 가량 높은 105,247원이다.

배경은 다음과 같이 풀이된다. 1) 단기적으로는 유동성 확보의 필요성이다. 고정자산의 증가(우리은행 지분 인수 및 PI 투자 증대로 인한)로 인한 유동성 감소에 대응하고, 금리 상승을 고려하면 낮은 금리로 선제적인 조달이 필요하다. 2) 잠재적인 자본확충의 필요성이 대두되는 상황이다. 시장이 호조를 거듭하면서 핵심 수익원인 신용의 버퍼가 부족할 가능성(자기자본 이내에서만 신용 공여 가능)을 미연에 대비하는 것이다.

CB가 전액 보통주로 전환되더라도 주주가치의 하락은 거의 없다. 할증 발행이므로 BPS는 4.1% 가량 상승한다. EPS의 하락은 1.8%에 지나지 않을 것으로 추정된다. 자본으로 전환되면 이를 신용용자로 즉각 투하하여 영업이익으로 환원되기 때문이다. (표 1 참조)

신용 잔고가 자본에 근접하면서(95% 수준으로 추정) 지속적으로 제기되었던 보통주 유상증자의 가능성은 사라졌다.

투자 의견 매수, 목표주가 120,000원(기존 105,000원)으로 상향

과거에 있었던 몇 차례 자본확충 이후에도 주가 부진은 지속되지 않았다. 증자이던 보완자본이던 주주의 기회비용이 늘어나더라도, 결국 이를 상회하는 사업에 자본이 투하된다면 주주가치는 훼손되지 않는다. 동사의 실적에서 확인할 수 있듯이, 신용 등 기존 사업영역과 새롭게 자본이 투하된 자회사들의 실적이 ROIC를 높이고 있다.

키움증권에 대한 투자 의견은 매수를 유지한다. 목표주가는 120,000원으로 상향(기존 105,000원)한다. 지난번 목표주가 상향 이후 상승한 RoE(12.7% → 14.0%)를 고려하여, Target PBR 1.9배(기존 1.8배)를 적용하여 산출하였다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
순영업수익 (십억원)	300	471	474	519	514	527
영업이익 (십억원)	100	246	231	271	261	274
순이익 (십억원)	76	190	180	206	197	207
EPS (원)	3,420	8,585	8,142	9,338	8,921	9,370
BPS (원)	41,500	49,913	56,278	62,033	67,852	73,968
P/E (배)	13.5	7.2	8.8	9.8	10.3	9.8
P/B (배)	1.1	1.2	1.3	1.5	1.4	1.2
ROE (%)	8.6	18.7	15.3	15.8	13.7	13.2
배당수익률	0.9	1.1	1.2	1.0	1.0	1.1
자기자본 (십억원)	924	1,110	1,248	1,376	1,505	1,640

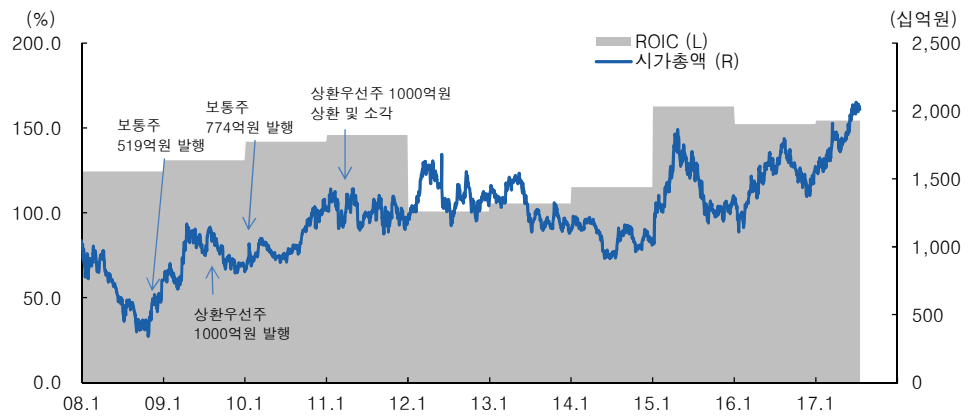
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 키움증권, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. CB전환율과 신용용자 활용율에 따른 민감도

		신용용자 활용율				
		60%	70%	80%	90%	100%
CB 전환율	40%	-1.4%	-1.2%	-1.1%	-0.9%	-0.7%
	50%	-1.8%	-1.6%	-1.3%	-1.1%	-0.9%
	60%	-2.1%	-1.8%	-1.6%	-1.3%	-1.1%
	70%	-2.4%	-2.1%	-1.8%	-1.5%	-1.2%
	80%	-2.8%	-2.4%	-2.1%	-1.8%	-1.4%
	90%	-3.1%	-2.7%	-2.3%	-2.0%	-1.6%
	100%	-3.4%	-3.0%	-2.6%	-2.2%	-1.8%

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 키움증권 시가총액 및 ROIC



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 키움증권 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	FY16				FY17F				2Q FY17 증감률		FY16	FY17F	FY18F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	YoY	QoQ			
운영업이익	125.4	110.5	112.9	124.7	139.5	128.5	134.1	117.4	16.2	-7.9	473.5	519.4	514.5
수수료순이익	50.2	55.1	56.2	53.6	51.3	55.4	57.0	52.2	0.6	7.9	215.1	215.9	232.0
순수탁수수료	27.1	28.3	27.2	23.4	23.1	26.8	27.8	23.0	-5.4	16.0	106.1	100.8	120.8
자산관리수수료	9.4	11.6	9.8	10.2	10.3	10.4	10.5	10.6	-10.2	0.9	41.0	41.9	43.5
IB관련수수료	3.4	3.6	6.4	6.7	5.2	5.5	6.0	5.8	51.6	5.3	20.2	22.5	22.9
순이자이익	39.6	42.2	46.0	49.0	47.8	50.8	54.5	52.5	20.4	6.4	176.8	205.7	213.3
상품운용순이익	36.4	15.1	14.9	21.6	39.0	25.0	25.4	15.5	65.8	-36.0	88.0	104.8	80.9
기타이익	-0.9	-1.8	-4.2	0.5	1.4	-2.7	-2.8	-2.8	적합	적전	-6.3	-6.9	-11.8
판매비와관리비	56.0	63.1	59.1	64.7	60.9	64.4	60.5	62.5	2.1	5.8	242.8	248.3	253.9
영업이익	69.4	47.5	53.8	60.0	78.6	64.1	73.6	54.8	35.0	-18.5	230.7	271.2	260.5
영업외이익	-0.4	1.9	1.3	2.4	0.6	0.0	0.0	0.0	-	-	5.2	0.6	0.0
세전이익	69.0	49.4	55.1	62.4	79.2	64.1	73.6	54.8	29.8	-19.1	235.9	271.8	260.5
법인세비용	18.4	10.4	12.0	14.8	18.5	15.5	17.8	13.3	49.4	-16.1	55.7	65.1	63.0
당기순이익	50.5	39.0	43.1	47.6	60.8	48.6	55.8	41.6	24.5	-20.1	180.2	206.7	197.5
당기순이익(지배주주)	50.5	38.9	43.0	47.6	60.6	48.5	55.7	41.5	24.7	-20.1	179.9	206.4	197.2

자료: 키움증권, 미래에셋대우 리서치센터

키움증권

2Q Preview 및 CB 발행의 영향

키움증권 (039490)

예상 재무상태표(요약)

(십억원)	16/12	17/12F	18/12F	19/12F
현금 및 예치금	2,941	2,618	2,618	2,618
유가증권	2,896	3,049	3,336	3,708
단기매매증권	2,123	2,179	2,352	2,587
매도가능증권	534	626	736	867
지분법적용투자주식	58	62	67	72
신종증권	177	177	177	177
파생상품	12	12	12	12
대출채권	2,084	2,208	2,269	2,333
유형자산	171	171	171	171
CMA운용자산(종금계정)	0	0	0	0
리스자산(종금계정)	0	0	0	0
기타자산	755	755	755	755
자산총계	8,857	8,812	9,161	9,597
예수부채	4,192	3,893	3,893	3,893
차입부채	2,892	3,018	3,238	3,539
기타부채	525	525	525	525
부채총계	7,609	7,436	7,656	7,957
자본금	110	110	110	110
자본잉여금	190	190	190	190
자본조정	-31	-31	-31	-31
기타포괄손익누계액	-5	-5	-5	-5
이익잉여금	979	1,106	1,235	1,370
자본총계	1,248	1,376	1,505	1,640

성장성 및 효율성 지표(요약)

	16/12	17/12F	18/12F	19/12F
성장성(%)				
총자산 증가율	44.0	-0.5	4.0	4.8
예수금 증가율	19.7	-7.1	0.0	0.0
자기자본증가율	12.8	10.2	9.4	9.0
수수료순이익증가율	3.1	0.4	7.5	0.6
순영업수익증가율	0.6	9.7	-1.0	2.4
영업이익증가율	-6.1	17.6	-3.9	5.0
순이익증가율	-5.1	14.7	-4.5	5.0
수익성(%)				
ROE	15.3	15.8	13.7	13.2
ROA	2.4	2.3	2.2	2.2
경영효율성(%)				
영업수지율	195.0	209.2	202.6	208.0
판관비효율성	88.6	87.0	91.3	92.1

자료: 키움증권, 미래에셋대우 리서치센터

예상 손익계산서(요약)

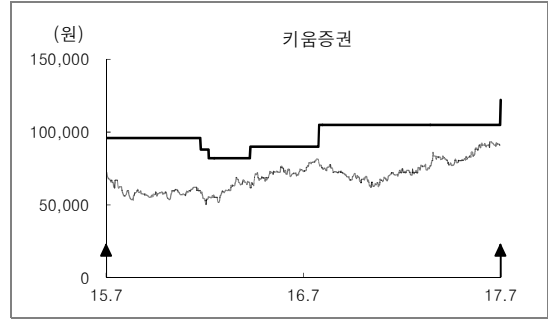
(십억원)	16/12	17/12F	18/12F	19/12F
순영업수익	474	519	514	527
수수료순수익	215	216	232	233
수수탁수수료	106	101	121	120
자산관리수수료	41	42	44	45
IB관련수수료	20	23	23	23
신종증권판매수수료	0	0	0	0
기타 수수료	48	51	45	45
순이자수익	177	206	213	217
상품운용순수익	88	105	81	89
기타이익	-6	-7	-12	-12
판매비와관리비	243	248	254	253
인건비	79	83	85	85
전산운영비	47	48	48	48
고정성비용	32	31	31	31
변동성비용	86	87	90	89
대손상각비	0	0	0	0
영업이익	231	271	261	274
영업외이익	5	1	0	0
법인세차감전 순이익	236	272	261	274
법인세 비용	56	65	63	66
당기순이익	180	207	197	207
당기순이익(지배주주)	180	206	197	207

예상 주당가치 및 valuation

	16/12	17/12F	18/12F	19/12F
안정성(%)				
유보율	1,029.5	1,144.9	1,261.7	1,384.5
실질부채비율	199.5	195.8	194.8	197.5
Valuation 지표(원, 배, %)				
EPS	8,142	9,338	8,921	9,370
BPS	56,278	62,033	67,852	73,968
PER	8.8	9.8	10.2	9.7
PBR	1.3	1.5	1.3	1.2
DPS(원)				
보통주	850	900	950	1,000
우선주	0	0	0	0
배당수익률(%)				
보통주	1.2	1.0	1.0	1.1
우선주	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	10.4	9.6	10.6	10.7

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가(원)
키움증권(039490)	2017.07.19	매수	120,000원
	2016.08.17	매수	105,000원
	2016.04.12	매수	90,000원
	2016.01.26	매수	82,000원
	2016.01.11	매수	88,000원
	2015.07.10	매수	96,000원



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(→), 목표주가(←), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
69.67%	17.06%	13.27%	0.00%

* 2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.