글로벌 투자 파트너 –
MIRAE ASSET
미래에셋대우

증권
Company Report
2017.9.15

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	120,000
현재주가(17/09/14,원)	79,100
상승여력	52%

영업이익(17F,십억원)	276
Consensus 영업이익(17F,십억원)	290
EPS 성장률(17F,%)	20.5
MKT EPS 성장률(17F,%)	45.8
P/E(17F,x)	8.0
MKT P/E(17F,x)	9.7
KOSPI	2,377.66
시가총액(십억원)	1,748
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	52.1
외국인 보유비중(%)	24.9
베타(12M) 일간수익률	1.65
52주 최저가(원)	62,000
52주 최고가(원)	93,400

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.1	-1.6	8.5
상대주가	-5.9	-11.7	-8.8

[증권/보험]

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

키움증권 (039490)

바닥에 근접한 주가, 반등의 Trigger는?

주가 부진을 야기한 3가지 요인

키움증권의 주가 부진은 다음의 세 가지 우려가 결합된 결과이다. 1) 수수료 경쟁의 재점화 가능성, 2) 전환사채 발행에 따른 희석 우려, 3) 신용 융자 이자율의 인하 압력 등이 그것이다. 이에 대한 우리의 의견은 다음과 같다.

수수료 경쟁 격화 가능성

최근 평생 무료 수수료 도입 등으로 수수료 인하 경쟁이 재현될 우려가 커지고 있다.

이는 과거에도 수차례 겪었던 바 있으며, 경쟁 구도에 유의미한 결과를 초래하지 않을 것이다. 전체 거래 비용에서 차지하는 수수료의 비중이 미미하기 때문이다. 증권거래세(30bp)가 수수료의 20배에 달한다.

과거부터 다양한 수수료 경쟁이 있어왔고, 시장의 평균 수수료율은 꾸준히 하락하였다. 반면 동사의 평균 수수료율은 1.8bp 수준에서 변화가 없는데도, 수익 기준 MS는 오히려 증가하고 있다. 최근 일평균 신규 계좌 개설 추이도 변화가 없는 상황이다. 이미 거래비용에서 차지하는 수수료율의 민감도는 한계 수준에 수렴하여 경쟁의 드라이버가 되지 못한다.

CB 발행에 따른 희석 우려

동사의 주가는 전환사채 발행(1,470억 원, 발행금리는 1%, 전환가액은 105,247원) 이후부터 본격적으로 하락하였다. 이는 과거 자본조달 이후에도 발생하던 전형적인 패턴이다. 동사는 규제(자기자본 이내의 범위에서 신용공여가 가능)에 의해 신용 수요의 증가 속도에 비해 자본의 증가 속도가 더디면 증자 및 보완자본을 통해 해결하곤 하였다.

중요한 것은 ROIC의 관점에서 볼 때 주주의 자본 효율성을 훼손하는지 여부이다. 동사의 자본이 증자 던 이익잉여이던 늘어나게 되면 이는 즉각 수익성 높은 영업부문(신용융자)에 투입될 뿐 아니라 위탁수수료에도 기여하게 된다.

CB가 전량 보통주로 전환되더라도 주주가치의 하락은 미미하다. 할증 발행(현 주가 대비 +35%)이므로 BPS는 4.1%가량 상승한다. EPS의 하락은 1.8%로 추정된다.

신용융자 이자율 인하 압력

감독 당국의 실태점검 이후 개선 대책을 조만간 마련할 계획이라고 보도되고 있다. 이미 일부 증권사들이 신용융자 이자율을 인하(0.5%p~1.5%p 수준)하고 있다. 현재 동사의 신용융자 잔고는 1.0조 원 수준이다. 1%p 인하는 영업이익(최근 3개년 영업이익)을 4%가량 감소시킨다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
순영업수익 (십억원)	300	471	474	530	523	534
영업이익 (십억원)	100	246	231	276	264	276
순이익 (십억원)	76	190	180	217	201	210
EPS (원)	3,420	8,585	8,142	9,812	9,073	9,495
BPS (원)	41,500	49,913	56,278	70,345	76,139	82,207
P/E (배)	13.5	7.2	8.8	8.0	8.6	8.2
P/B (배)	1.1	1.2	1.3	1.1	1.0	1.0
ROE (%)	8.6	18.7	15.3	15.3	12.2	11.8
배당수익률	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
자기자본 (십억원)	924	1,110	1,248	1,580	1,710	1,846

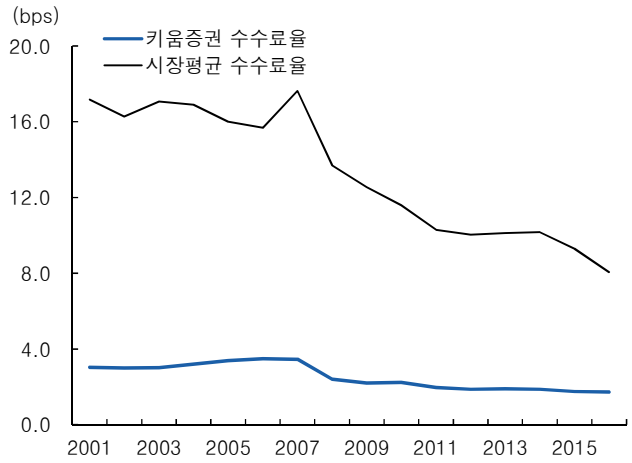
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 키움증권, 미래에셋대우 리서치센터

지나치게 낮은 수준의 이자율은 시장의 신용융자를 크게 늘리는 역작용을 야기할 수도 있다. 따라서 인하 폭을 과도하게 설정하는 것도 무리가 있고, 적용 방식(융자 기간 및 고객군별 차등화)에 따라 그 영향은 달라질 것이다.

신용 이자율의 인하 수준 확정 이후 주가의 반등 기회 모색

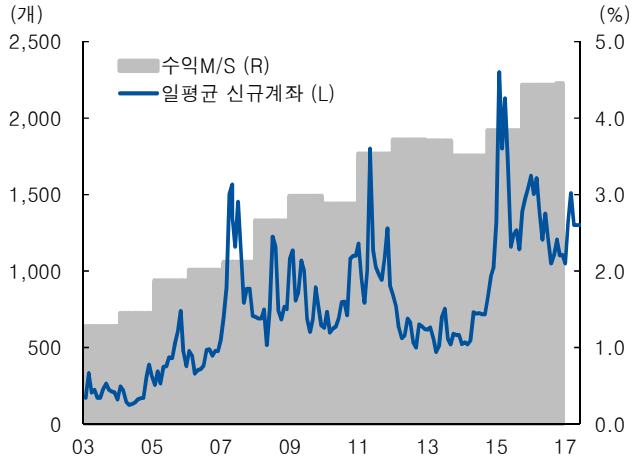
수수료 인하나 CB 발행의 영향이 미미할 것으로 보이므로, 결국 변수는 신용융자의 인하 수준이다. 이전에 비해 동사의 수익구조는 매우 다각화되었다. 순영업수익 중 신용이자의 비중은 20% 수준까지 내려왔다. 신용이자율이 1%p 하락해도 ROE는 0.54%p 감소에 그친다. 자본비용을 9.5%로 가정하면 5.7% 수준의 주가 하락에 상응한다. 이미 동사의 주가는 18%가량 하락하였다. 실질적인 신용이자율의 하락 폭이 3%p 이상이 아니라면 주가의 추가하락은 없을 것으로 판단된다.

그림 1. 평균수수료율 추이



자료: 금감원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 신규 계좌 수 추이 및 수익 MS



자료: 키움증권, 금감원, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. CB전환율과 신용융자 활용율에 따른 민감도

		신용융자 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

키움증권 (039490)

예상 재무상태표(요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
현금 및 예치금	2,941	3,136	3,136	3,136
유가증권	2,896	2,802	3,040	3,357
단기매매증권	2,123	1,664	1,749	1,885
매도가능증권	534	897	1,043	1,217
지분법적용투자주식	58	77	83	89
신종증권	177	159	159	159
파생상품	12	27	27	27
대출채권	2,084	2,372	2,436	2,510
유형자산	171	160	160	160
CMA운용자산(종금계정)	0	0	0	0
리스자산(종금계정)	0	0	0	0
기타자산	755	1,420	1,420	1,420
자산총계	**8,857**	**9,917**	**10,220**	**10,610**
예수부채	4,192	4,111	4,111	4,111
차입부채	2,892	2,932	3,104	3,358
기타부채	525	1,294	1,294	1,294
부채총계	**7,609**	**8,338**	**8,510**	**8,764**
자본금	110	110	110	110
자본잉여금	190	190	190	190
자본조정	-31	-27	-27	-27
기타포괄손익누계액	-5	104	104	104
이익잉여금	979	1,177	1,305	1,439
자본총계	**1,248**	**1,580**	**1,710**	**1,846**

예상 손익계산서(요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
순영업수익	**474**	**530**	**523**	**534**
수수료순수익	215	225	241	242
순수탁수수료	106	98	117	117
자산관리수수료	41	45	48	49
IB관련수수료	20	30	31	31
신종증권판매수수료	0	0	0	0
기타 수수료	48	52	45	45
순이자수익	177	215	221	225
상품운용순수익	88	106	74	81
기타이익	-6	-15	-13	-14
판매비와관리비	**243**	**254**	**259**	**258**
인건비	79	86	86	86
전산운용비	47	52	53	53
고정성비용	32	31	31	31
변동성비용	86	86	89	88
대손상각비	0	0	0	0
영업이익	**231**	**276**	**264**	**276**
영업외이익	5	6	0	0
법인세차감전 순이익	**236**	**282**	**264**	**276**
법인세 비용	56	66	64	67
당기순이익	**180**	**216**	**200**	**209**
당기순이익(지배주주)	180	217	201	210

성장성 및 효율성 지표(요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
성장성(%)				
총자산 증가율	44.0	12.0	3.0	3.8
예수금 증가율	19.7	-3.4	0.0	0.0
자기자본증가율	12.8	25.0	8.2	8.0
수수료순이익증가율	3.1	4.5	7.1	0.6
순영업수익증가율	0.6	12.0	-1.5	2.2
영업이익증가율	-6.1	19.7	-4.5	4.7
순이익증가율	-5.1	20.0	-7.6	4.7
수익성(%)				
ROE	15.3	15.3	12.2	11.8
ROA	2.4	2.3	2.0	2.0
경영효율성(%)				
영업수지율	195.0	208.6	201.9	206.9
판관비효율성	88.6	88.4	93.0	93.8

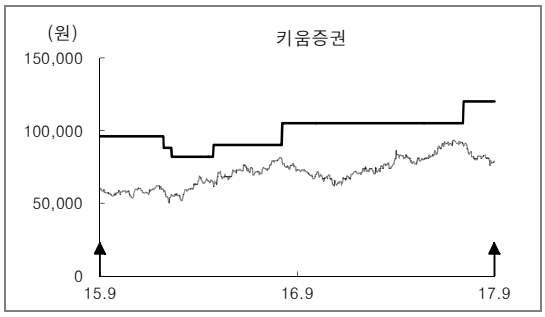
예상 주당가치 및 valuation

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
안정성(%)				
유보율	1,029.5	1,329.7	1,447.4	1,570.8
실질부채비율	199.5	218.2	213.6	212.3
Valuation 지표(원, 배, %)				
EPS	8,142	9,812	9,073	9,495
BPS	56,278	70,345	76,139	82,207
PER	8.8	8.0	8.6	8.2
PBR	1.3	1.1	1.0	1.0
DPS(원)				
보통주	850	1,000	1,050	1,100
우선주	0	0	0	0
배당수익률(%)				
보통주	1.2	1.2	1.3	1.3
우선주	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	10.4	10.2	11.6	11.6

자료: 키움증권, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
키움증권(039490)				
2017.07.19	매수	120,000	-	-
2016.08.17	매수	105,000	-27.36	-11.05
2016.04.12	매수	90,000	-19.20	-9.67
2016.01.26	매수	82,000	-25.42	-16.10
2016.01.11	매수	88,000	-37.85	-33.18
2015.05.14	매수	96,000	-34.48	-17.50



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 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.