증권

사실 밸류업 가장 수혜는 증권사

▪ 박혜진 hyejin.park@daishin.com

Summary (증권)

- 투자 심리 개선으로 브로커리지 실적 증가. 국내 거래대금 연일 20조원 상회하고 있으며 외화 거래대금도 역대 최고치 경신 중
- 국내 부동산 PF 및 해외부동산 관련 이슈는 금리가 본격적으로 인하되기 전까지는 지속될 것이나, 추가 발생 금액은 현저히 감소할 것. 다만 5월 발표될 부동산 PF 정상화 방안에 따라 추가 적립 가능성은 존재
- 1분기 회사채 발행 역대 최고 수준 경신, DMC부문 호조와 IPO건수 증가로 전통적인 IB 수익 양호할 것으로 전망
- 채권운용/평가손익은 하반기 금리 낮아질 가능성 커 상반기보다 나아질 것. 다만 ELS 발행은 위축 불가피
- 밸류업 관련 크게 기대하지 않았으나 키움증권, NH투자증권, 미래에셋증권 등 프로그램 동참을 위한 구체적 자본정책 제시
- 사실 코리아 디스카운트 해소방안의 일환인 밸류업 프로그램은 증권사에게 가장 유리한 제도
- IB영업 재개되며 자회사로 둔 한국금융지주, 메리츠금융지주가 유리한 국면이나 영업환경 자체의 개선으로 종목별 차별화가 크지는 않을 것
- 최선호주 한국금융지주 유지, 차선호주 NH투자증권 제시

2024년 하반기 실적도 걱정 無, 부동산 PF 정상화 방안이 관건

1분기부터 호실적 신호탄, 연간 실적 '23년 대비 50% 이상 증가 전망하나 PF 방안이 관건

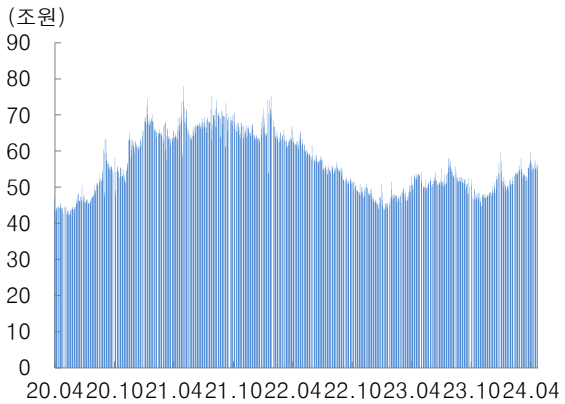
- 지난 4분기 저조했던 거래대금이 올 초 밸류업 프로그램, 금리 인하 기대 등 다양한 이벤트로 전반적인 투자 심리 개선되며 연일 20조원을 상회, 국내뿐만 아니라 외화 거래대금도 역대 최고치를 경신하며 브로커리지 실적 증가를 견인
- 금리가 본격적으로 인하되기 전까지 국내 부동산 PF 및 해외부동산 관련 이슈는 지속될 것. 대부분의 증권사들이 지난해 충당금 및 감액손실을 상당히 보수적으로 반영했기 때문에 추가 발생 금액은 현저히 감소할 것이나 5월 발표될 부동산 PF 정상화 방안에 따라 추가 적립 가능성 존재
- 회사채 발행이 1, 2월 역대 최고 수준을 경신, 1분기 합산 37.5조원 기록하며 DCM부문 상당히 호조이고 IPO건수도 증가하여 전통적인 IB수익은 양호할 것으로 전망
- 작년 4분기 한 차례 레벨다운 된 금리 수준이 박스권에서 등락을 거듭 중. 하반기 금리 레벨은 낮아질 가능성이 커 채권운용/평가손익 상반기보다 나아질 것. 다만 홍콩 H지수 ELS관련 은행권의 대규모 배상안 발생으로 ELS 발행은 위축될 수 밖에 없음
- 최선호주 한국금융지주 유지, NH투자증권 차선호주 제시

당사 Universe 증권의 실적 전망 및 투자의견 (단위: 십억원,%,배)

종목	한국금융지주		미래에셋증권		NH투자증권		삼성증권		키움증권	
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	92,000		10,000		16,000		52,000		160,000	
현주가(04/30)	67,400		7,590		12,490		38,100		132,400	
Upside	36.5%		31.8%		28.1%		36.5%		20.8%	
	2H23	2H24E	2H23	2H24E	2H23	2H24E	2H23	2H24E	2H23	2H24E
순영업수익	831	990	754	1,101	726	976	704	965	277	846
상품운용수익	-226.9	-47.9	613	652	-78	23	214	368	-362.3	77.5
순이익	186.0	321.1	-82	367	190	324	144	364	11	367
%yoy	-29.4%	72.7%	적전	흑전	133.3%	70.9%	6.3%	153.3%	-95.6%	3100.0%
ROE	8.6	9.8	2.6	6.4	7.7	8.9	8.5	10.3	9.2	14.1
PBR	0.37	0.34	0.24	0.23	0.40	0.38	0.49	0.46	0.50	0.51
PER	4.2	3.4	9.2	3.6	5.3	4.4	6.0	4.8	6.3	4.3

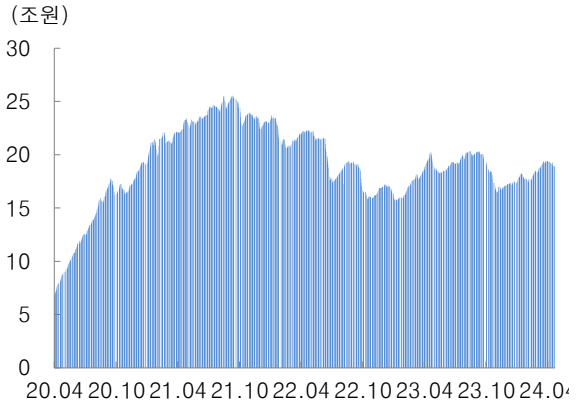
자료 : 대신증권 Research Center

고객 예탁 잔고 추이



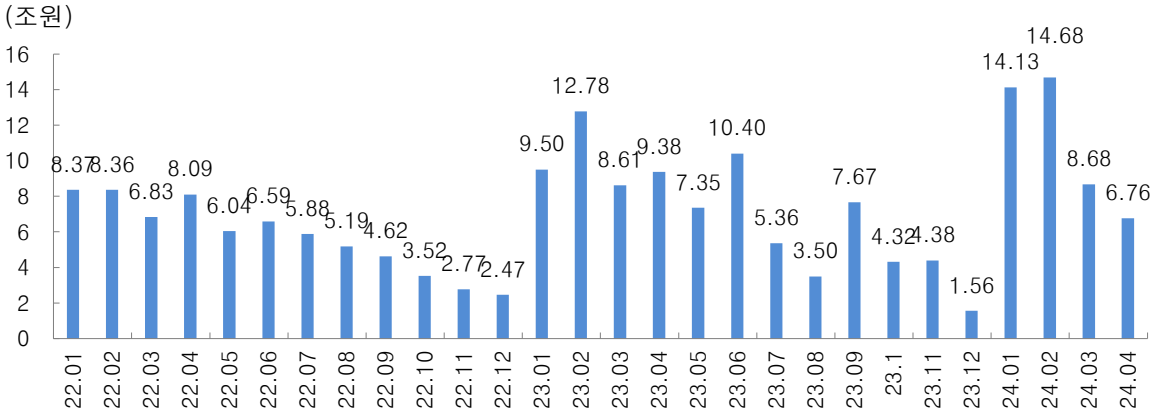
자료: 데이터가이드, 대신증권 Research Center

리테일 신용융자 추이



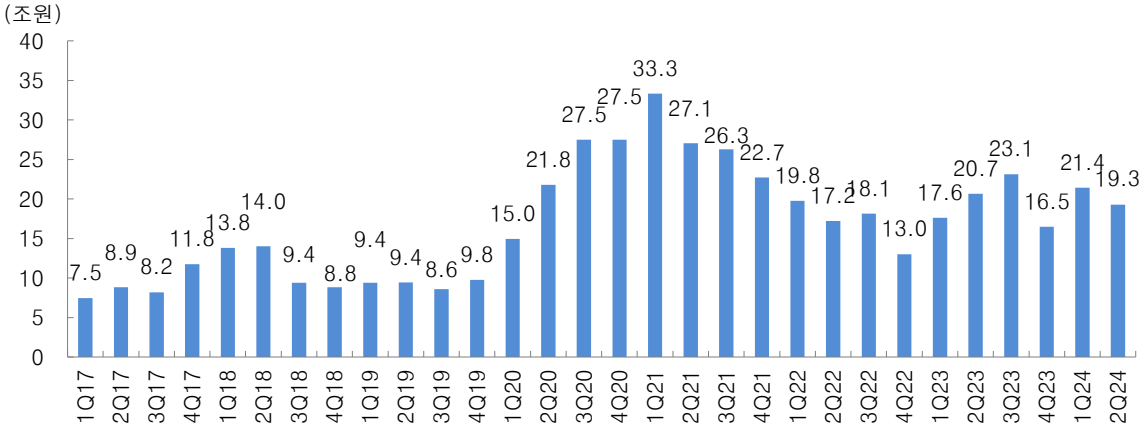
자료: 데이터가이드, 대신증권 Research Center

회사채 발행 올해 1분기 역대 최대 경신, 낮아진 금리레벨로 연간 발행 호조 전망



자료: 금융투자협회, 대신증권 Research Center

20조원 내외에서 등락을 거듭하는 거래대금, 하반기에도 비슷한 수준 유지 될 듯



자료: dataguide, 대신증권 Research Center

부동산 PF 정상화 방안 5월 발표 예정, 추가 충당금 크지 않을 듯

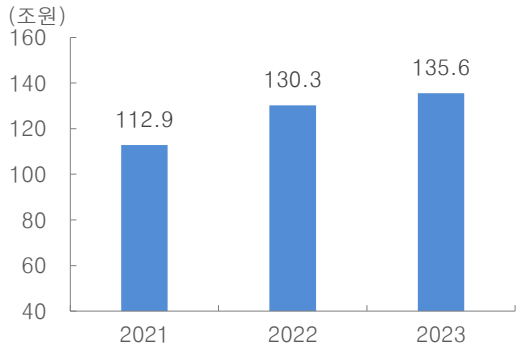
충당금 적립 확대 및 만기 연장 조건 강화 등 담길 듯, 의외로 신규자금 인센티브 부여가 확대

- 당초 예상은 지난 1월처럼 기준을 더욱 강화시키는 방향으로 제시될 것으로 예상하였는데 의외로 신규 자금 공급에 더욱 집중하는 모습
- 특히 은행/보험사 등 PF 정상 사업장에 자금을 투입하는 금융회사에게 다양한 인센티브를 주는 방식으로 제시될 전망
- 부실 사업장에 대해서는 충당금 잔액을 최고 75%~80%(기존 20%~30%)까지 쌓게 하는 반면 신규 자금을 투입하는 금융회사에게는 상당히 다양한 방안의 인센티브 제공
- 반면 사업성이 있는 PF사업장에 신규 자금을 투입할 경우 해당 자금에 대해 건전성 분류 기준을 상향하거나 은행의 유가증권 투자한도를 일정 기간 완화하는 등 다양한 방법이 검토

사업성 부족한 사업장 매각/재구조화 등 정리 작업 본격화

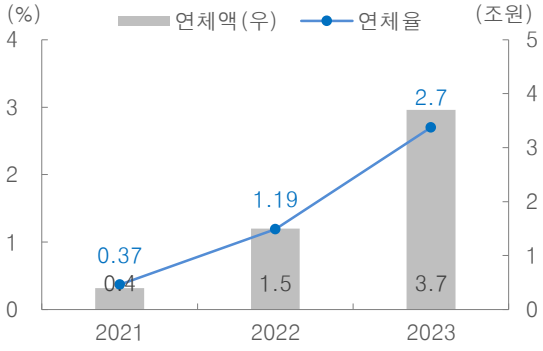
- 언론보도에 따르면 '23년말 기준 금융권 전체 PF 연체액은 3.7조원을 상회, '22년말(1.5조원) 대비 147% 급증
- 같은 기간 PF 대출 건은 9,700건에서 9,200건으로 감소하였으나 연체율 및 연체 잔액은 상승
- 이에 따라 PF 사업성 평가를 기존 3단계에서 4단계로 세분화하고 회수의문 사업장 등에 대해서는 경/공매 유도하여 사업 재구조화 이행

금융권 부동산 PF 대출 잔액



자료: 강민국 의원실, 연합뉴스, 대신증권 Research Center

부동산 PF 연체액 및 연체율



자료: 강민국 의원실, 연합뉴스, 대신증권 Research Center

부동산 PF 정상화 방안 검토 내용	현재	변경(예상)
건전성 분류 상향 조정	사업장 평가 3단계 (양호-보통-악화우려)	사업장 평가 4단계 (양호-보통-악화우려-회수 의문)
부실 사업장 대출 충당금 적립 확대	악화 우려 사업장 대출시 충당금 대출액의 최소 20~30%	악화 우려 사업장 대출시 충당금 대출액의 최고 75~80%
부실 사업장 대출 만기 연장 조건 강화		경,공매 유도
부실 사업장 매각 / 재구조화		경,공매 유도
정상 사업장 신규 자금 지원시 인센티브 부여		WM부문 영업 제한 완화 펀드 출자 부문 확대 위험가중치 완화 충당금 적립 비율 완화 여신 책임자 면책범위 확대

밸류업 관련 의외로 금융섹터 내 가장 적극적으로 변화

5월 세부안 나오기도 전에 기 발표한 기업 미래에셋증권, 키움증권, NH투자증권도 동참 가능성 ↑

- 금융지주는 사실상 이미 밸류업 프로그램을 수행 중이라고 봐도 무방. 따라서 주주환원 확대 기대감은 보험사가 가장 클 것인데 대부분 5월 세부안을 확인하고 동참하겠다는 입장
- 미래에셋증권, 키움증권, NH투자증권 등 의외로 기대가 크지 않았던 증권업에서 구체적인 자본정책이 나오고 있음. 은행/보험사에 비해 규모는 미진하나 가능한 범위 내에서 최선을 다하는 것이 중요
- 미래에셋증권과 키움증권이 3개년 환원 정책을 제시했으며 NH투자증권은 13년만에 500억원 규모 자사주 매입/소각 발표하였는데 향후 정례화할 가능성이 크다는 판단. 삼성증권도 삼성생명, 화재가 시작한다면 동참 가능성 클 것으로 보임
- 특히 삼성증권은 보유 자사주 없으므로 결정한다면 매입 소각 가능성 큼

밸류업 관련 자본정책 제시한 증권사 주요 내용

기업	주요내용	연간 자사주 매입/소각 예정 금액	비고
미래에셋증권	- 주주환원율 향후 3년간 조정 당기순이익의 35% 이상 유지	- 보통주: 1500만주 이상 - 2우선주: 100만주 이상"	최소 매입 금액
NH투자증권	- 13년만에 자사주 매입 공시	500억원 자사주 매입 공시	정례화 미정
키움증권	- 주주환원율 2025년까지 별도 당기순이익의 30% 이상 유지 - 2026년 이후 3개년 단위 중기 주주환원정책 발표 - 기 취득 자사주 분할 소각 계획(발행주식수의 7.99%)"	70만주	

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

키움증권 기업가치 제고 방안

방향	정책	내용
주주환원 정책 강화	자사주 소각	- 기취득 자사주 210만주 26년까지 1/3씩 매년 3월 분할 소각
	주주환원	- 주주환원율 2025년까지 별도 당기순이익의 30% 이상 유지 - 2026년 이후 3개년 단위 중기 주주환원정책 발표
수익성 및 성장성 강화	ROE 개선 노력	- 평균 ROE 향후 3년 별도 재무제표 기준 15% 목표 - 저수익자산 수익률 제고 노력 - 사업부문별 리스크 대비 이익 확대 방안 추구
	사업부문별 성장 전략	- WM: 금융상품 판매잔고 증대, AI 기반 자산관리 강화 - IB: 우량 딜 선택과 집중, IPO 빅딜 확대 - S&T: 비즈니스 다각화(리스크 관리 유지) - 글로벌: 싱가포르 자산운용사 성공적 안착, 글로벌 거점 확대(동남아, 미국 등)
책임경영 및 투자자 소통 강화	책임경영 강화	- ROE와 임직원 보수 연계 - 주주가치 제고 방안 이사회 정기적 점검 및 승인
	투자자 소통 강화	- 실적발표 컨퍼런스콜 정기 진행, 국내외 투자자 미팅 확대

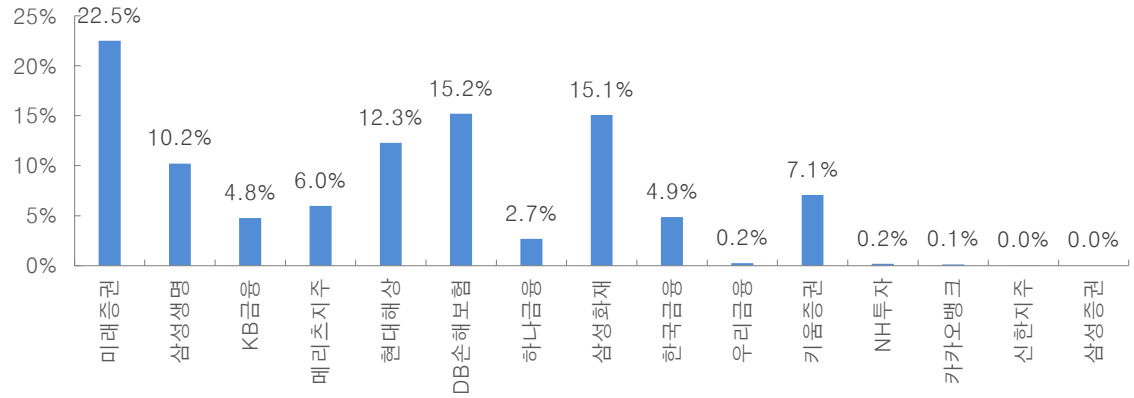
자료: 키움증권, 대신증권 Research Center

2023년은 리테일, 2024년은 IB 강한 증권사 유리할 전망

업종 환경 워낙 좋아 크게 차별화되지는 않겠지만 IB 이익 반등 가능할 전망

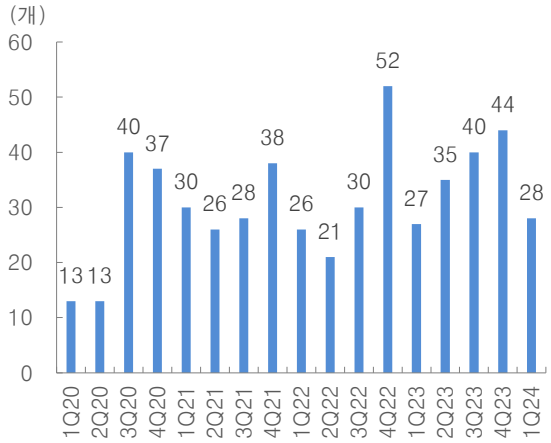
- 올해 IB영업이 재개되며 관련 수익이 개선될 것으로 예상하여 IB에 강한 한국투자증권, 메리증권을 자회사로 둔 한국금융지주, 메리츠금융지주가 유리한 국면이라고 판단하나 사실 전술한 바와 같이 증권업의 영업환경이 개선되어 종목별 차별화가 크게 진행될 것이라고 보진 않음
- 더욱이 밸류업 프로그램에 동참하고 있는 증권사들이 늘어나고 있어 업종 지수 자체가 힘을 받을 만한 요인이 많은 상황. 하반기 금리 인하가 본격적으로 시작되면 부동산 관련 사업도 재개될 수 있을 것
- 밸류업이 코리아 디스카운트 해소방안 일환 중 하나임을 감안할 때 한국 주식투자환경을 글로벌 스탠다드로 끌어올리겠다는 정부의 의지는 증권주에 유리한 이벤트임은 당연. 증권주의 시간이 도래하고 있음. 업종 투자의견 비중확대, 최선호주 한국금융지주 유지하며 NH투자증권 차선호주 제시

금융 커버리지 15개사 유통주식 수 대비 자사주 비중



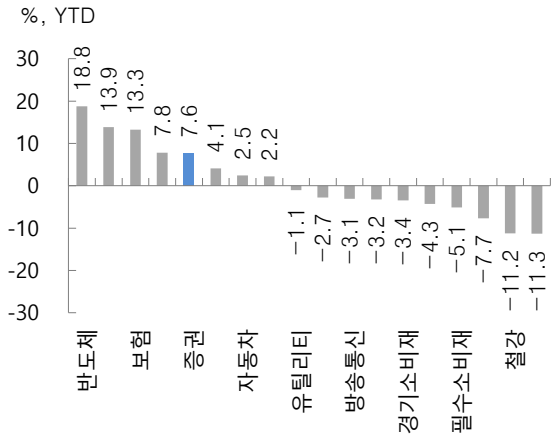
자료: dart, 대신증권 Research Center

분기별 상장 기업 수_'24년 출발 Good



자료: KRX, 대신증권 Research Center

커버리지 일반보험 손익 전망



자료: DataGuide, 대신증권 Research Center

커버리지 부문별 실적 전망

		3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	yoy
순영업수익	한국	526.8	304.5	607.5	619.2	597.4	571.0	1,988.9	2,395.0	20.4%
	NH	347.7	377.9	539.6	478.1	454.9	520.8	1,678.2	1,993.5	18.8%
	미래에셋	523.4	230.5	503.4	576.0	520.7	580.3	1,882.2	2,180.4	15.8%
	삼성	445.6	258.2	476.2	492.4	483.2	482.1	1,687.2	1,933.8	14.6%
	키움	417.8	-140.7	401.6	391.1	397.6	448.0	1,151.0	1,638.3	42.3%
	합산	2,261.4	1,030.4	2,528.3	2,556.8	2,453.8	2,602.2	8,387.5	10,141.0	20.9%
브로커리지	한국	99.9	80.6	103.4	111.2	114.2	117.0	366.5	445.9	21.7%
	NH	146.7	87.0	139.4	155.7	159.9	163.8	501.8	618.9	23.3%
	미래에셋	184.5	133.8	194.6	195.5	214.6	234.0	644.9	838.8	30.1%
	삼성	168.5	126.6	187.4	175.3	180.0	184.4	601.6	727.1	20.9%
	키움	198.3	153.6	216.6	202.5	208.0	213.0	716.7	840.2	17.2%
	합산	797.9	581.6	841.6	840.3	876.7	912.2	2,831.5	3,470.8	22.6%
IB	한국	118.8	61.2	82.0	120.4	130.6	67.4	375.8	400.4	6.6%
	NH	46.0	77.7	81.8	63.2	63.9	77.3	277.8	286.1	3.0%
	미래에셋	20.4	22.0	30.0	38.1	25.7	31.0	107.7	124.8	15.9%
	삼성	43.6	54.6	33.2	44.3	30.4	36.5	164.5	144.5	-12.2%
	키움	23.3	14.7	20.0	30.2	28.6	49.0	78.0	127.8	63.9%
	합산	252.1	230.1	247.0	296.1	279.3	261.2	1,003.8	1,083.7	8.0%
상품운용	한국	-42.3	-184.6	114.0	79.0	45.8	85.0	-31.4	323.9	-1132.3%
	NH	-61.0	-16.6	100.3	53.0	-9.3	32.5	97.9	176.4	80.2%
	미래에셋	191.0	-65.5	155.4	195.2	143.9	157.5	613.4	652.0	6.3%
	삼성	52.1	-136.2	85.5	97.4	96.5	89.0	214.4	368.4	71.8%
	키움	75.3	-437.6	34.5	30.4	36.5	41.0	-134.8	142.5	-205.7%
	합산	215.2	-840.5	489.7	455.0	313.5	405.0	759.5	1,663.2	119.0%
순이자이익	한국	273.4	273.7	273.7	273.7	273.7	273.7	980.5	1,094.6	11.6%
	NH	211.4	216.3	201.7	202.4	214.6	219.6	791.3	838.2	5.9%
	미래에셋	96.5	104.8	86.0	89.3	100.3	109.0	369.9	384.7	4.0%
	삼성	164.9	191.3	156.3	157.8	159.3	160.8	649.2	634.1	-2.3%
	키움	165.2	164.8	160.0	153.5	153.1	156.1	644.7	622.7	-3.4%
	합산	911.4	950.9	877.7	876.6	900.9	919.2	3,435.7	3,574.3	4.0%
순이익	한국	212.2	-26.2	256.4	292.7	239.9	210.0	707.0	999.0	41.3%
	NH	100.8	88.9	225.5	158.0	147.8	176.3	556.4	707.7	27.2%
	미래에셋	77.4	-159.8	162.9	201.1	177.6	189.5	286.9	731.0	154.8%
	삼성	151.0	-7.2	179.2	181.4	186.6	177.8	548.0	725.0	32.3%
	키움	202.8	-191.4	182.4	178.1	181.8	184.7	436.3	727.0	66.6%
	합산	744.3	-295.7	1,006.3	1,011.2	933.7	938.3	2,534.6	3,889.7	53.5%

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

Valuation Table

회사명		한국금융	미래에셋	삼성증권	키움증권	NH투자증권	5개사 평균
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	overweight
목표주가(원, 12MF)		92,000	10,000	52,000	160,000	15,000	
주가		66,400	7,900	38,600	124,400	11,610	
상승여력		36.5%	31.8%	36.5%	20.8%	28.1%	
시가총액(조원)		3.76	4.52	3.40	3.47	4.09	19.24
당기순이익	2023P	707	287	424	436	556	482
(십억원)	2024E	999	731	547	727	708	742
	2025E	1,012	991	725	846	691	853
자기자본	2023P	8,214	11,100	6,701	4,904	7,613	7,706
(십억원)	2024E	9,002	11,459	7,426	5,444	7,737	8,214
	2025E	9,780	12,441	0	6,048	8,429	7,340
ROE	2023P	8.6	2.6	8.5	9.2	7.5	7.3
(%)	2024E	11.1	6.4	10.3	14.1	9.2	10.2
	2025E	10.3	8.0	10.1	14.7	8.5	10.3
EPS	2023P	13,405	861	6,125	15,782	1,878	7,610
(원)	2024E	18,942	2,195	8,119	26,298	2,388	11,588
	2025E	19,184	2,976	8,846	30,598	2,331	12,787
DPS	2023P	3,200	150	2,200	3,000	800	1,870
(원)	2024E	3,600	340	2,600	5,000	800	2,468
	2025E	4,000	360	2,700	6,000	850	2,782
PER	2023P	4.2	9.2	6.0	6.3	5.3	6.2
(배)	2024E	3.0	3.6	4.8	4.3	4.2	4.0
	2025E	3.0	2.7	4.4	3.7	4.3	3.6
BPS	2023P	155,750	33,327	75,036	197,590	25,691	97,479
(원)	2024E	170,698	34,407	83,154	219,331	26,107	106,739
	2025E	185,447	37,356	92,000	243,685	28,442	117,386
PBR	2023P	0.37	0.24	0.49	0.50	0.39	0.40
(배)	2024E	0.33	0.23	0.46	0.51	0.38	0.38
	2025E	0.31	0.21	0.42	0.46	0.35	0.35

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

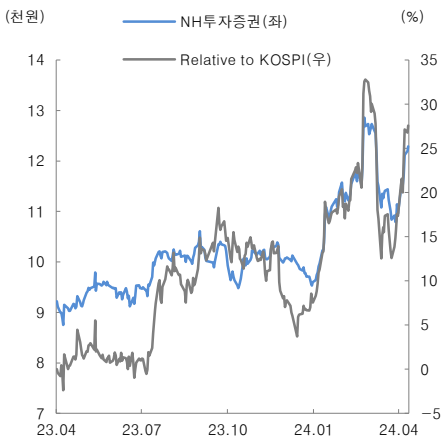
NH투자증권 (005940)

먼저 화끈하게 자사주 매입/소각, 이것이 정례화 될 가능성

투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	16,000원 유지
현재주가 (24.04.30)	12,490원

KOSPI	2692.06
시가총액	4,304십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	1,531십억원
52주 최고/최저	13,060원 / 9,230원
120일 평균거래대금	75억원
외국인지분율	17.50%
주요주주	농협금융지주 외 7 인 57.55% 국민연금공단 6.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.8	19.6	28.2	33.6
상대수익률	8.9	11.0	10.1	24.1



- 투자의견 매수, 목표주가 16,000원 유지
- 1분기 순이익 2,255억원(QoQ +154%, YoY +22.5%)으로 당사 추정 및 컨센서스 크게 상회하는 어닝서프라이즈 달성
- 브로커리지, 자산관리, IB 전 부문 실적 개선되었으며 특히 IB 비시장성 자산 평가이익 반영, 채권운용이익 발생으로 상품운용손익이 1,003억원 (QoQ 흑전, YoY -35.9%)으로 크게 개선된 영향
- 특히나 국내 부동산 PF/해외부동산 감액손실 관련 동사는 익스포저 경쟁사 대비 적고 채무보증 잔고 전 분기 1.1조원에서 당분기말 7,500억원으로 심지어 감소시켜 관련 충당금 영향에서 자유로움
- 지난 3월 500억원 자사주 매입/소각 공시하였는데 13년만. 우리는 이것이 정례화될 가능성이 크다고 예상
- 우리는 '24년 DPS 900원('23년 800원) 전망하는데 자사주 매입/소각 포함한 총 환원율은 45.7% 전망

(십억원, 원 , %)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
순영업수익	2,334	1,348	1,678	1,963	2,042
영업이익	1,317	521	726	924	947
순이익	948	303	556	695	686
YoY	64.3%	-68.0%	83.7%	24.8%	-1.2%
EPS	3,377	1,022	1,878	2,344	2,316
BPS	24,365	24,390	25,691	25,848	28,168
PER	3.3	8.6	5.3	4.2	4.3
PBR	0.45	0.36	0.39	0.38	0.35
ROE	15.22	4.31	7.50	9.10	8.57

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준, 2023년 04월 30일 종가 기준
자료: NH투자증권, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 박혜진)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

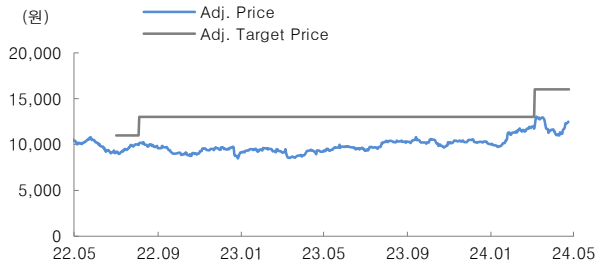
투자의견 비율공시

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.6%	6.4%	0.0%

기준일자: 2024.05.03

[증권]

NH투자증권(005940) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.05.09	24.04.09	24.03.12	24.02.02	23.12.02	23.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	16,000	16,000	16,000	13,000	13,000	13,000
괴리율(평균,%)		(25.20)	(23.46)	(19.03)	(21.64)	(21.88)
괴리율(최대/최소,%)		(18.38)	(18.38)	(7.85)	(14.38)	(19.69)
제시일자	23.10.27	23.10.20	23.10.09	23.09.14	23.08.06	23.07.27
투자의견	Buy	Buy	6개월경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000
괴리율(평균,%)	(24.37)	(23.73)	(19.57)	(24.52)	(25.06)	(26.55)
괴리율(최대/최소,%)	(23.00)	(23.00)	(18.46)	(16.85)	(19.62)	(21.00)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						