

KTBT투자증권 (030210)

증권

정태준 CFA



02 3770 5585

taejoon.jeong@yuantakorea.com

투자 의견 Not Rated

목표주가 N.A

현재주가 (2/25) 2,185원

시가총액	1,318억원
총발행주식수	70,596,832주
60일 평균 거래대금	5억원
60일 평균 거래량	226,291주
52주 고	3,280원
52주 저	2,130원
외인지분율	24.45%
주요주주	이병철 외 3 인 23.52%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.0)	(6.4)	(32.4)
상대	(0.7)	(5.5)	(28.2)
절대(달러환산)	(10.9)	(9.8)	(37.9)

[2월 중소형 탐방기] 500억원대 이익 체력 달성

2018년 구조조정 이후 2019년 47.9% 증익, 안정기에 진입

투자 전문회사에서 PF 전문회사로 변모

동사는 벤처캐피탈에 뿌리를 둔 만큼 유망한 기업에의 투자와 성공적인 회수가 회사의 주요 전략이었으며, 자회사도 투자와 운용에 초점을 맞춘 포트폴리오를 보유. 그렇다보니 ROE는 매년 변동성이 심했던 편인데, 2016년 이후 채무보증 수수료 비중을 확대하며 (+) ROE를 유지. 이후 2018년 구조조정을 거쳐 2019년에는 전년대비 47.9%의 증익에 성공, ROE는 9.0% 전망.

2019E 증익 폭 47.9% vs. 연간 시가총액 하락 폭 20.8%

반면 연간 시가총액은 20.8% 하락했는데 (2019.01.01~2019.12.31, 2020년은 -6.8% YtD), 그로 인해 PER과 PBR은 밴드 하단까지 하락. 2018년 이후 증시하락에 따라 중소형 증권사들이 소외되면서 동사 또한 증익에도 불구하고 주목 받지 못한 것으로 판단. 그러나 앞서 언급했듯이, 동사의 전략은 더 이상 투자와 회수가 아닌 PF를 통한 성장이기 때문에 증시 부진으로 하락한 현재 주가는 저평가된 수준.

2020E 실적 추정: 부동산PF 시나리오 테스트

한편 2020년에도 작년과 같은 이익 체력이 유지될 것인가를 예측하기 위해 자본대비 채무보증의 비중을 변수로 시나리오 테스트를 진행. 동사가 2020년말까지 자본대비 채무보증 잔액 비중을 60%까지 회복할 경우 ROE 8.5%, 전년대비 2.8% 증익 달성 예상. 잔액 비중이 80%까지 늘어날 경우 ROE 9.2%와 전년대비 12.3%의 증익도 가능할 전망.

신규 투자여력 양호

신규 투자여력은 아직 양호한 수준인 것으로 판단. 2019년 들어 자본대비 채무보증 비중은 반등했지만 대출채권 비중은 낮아지고 있기 때문. 대출채권 내에서도 신용공여금(리테일)이 대부분인 만큼 PF 대출(대출금+매입대출채권)의 규모가 커지지 않고 있기 때문에 PF 채무보증 또는 셀다운 위주의 전략을 펴고 있다는 판단.

* 월간 중소형 탐방기는 매월 마지막 주에 나옵니다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
순영업수익	56	-0.7	15.0	N/A	-
영업이익	16	58.5	1,055.1	N/A	-
세전이익	23	86.2	271.8	N/A	-
연결순이익	28	168.8	574.0	N/A	-
지배주주순이익	28	170.4	584.1	N/A	-

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019E	2020E
순영업수익	233	230	221	235
영업이익	43	37	37	53
지배주주순이익	36	34	50	51
PER (배)	4.9	5.3	3.1	3.0
PBR (배)	0.32	0.30	0.27	0.25
ROE (%)	7.6	6.6	9.0	8.5
ROA (%)	2.21	1.86	2.17	1.62

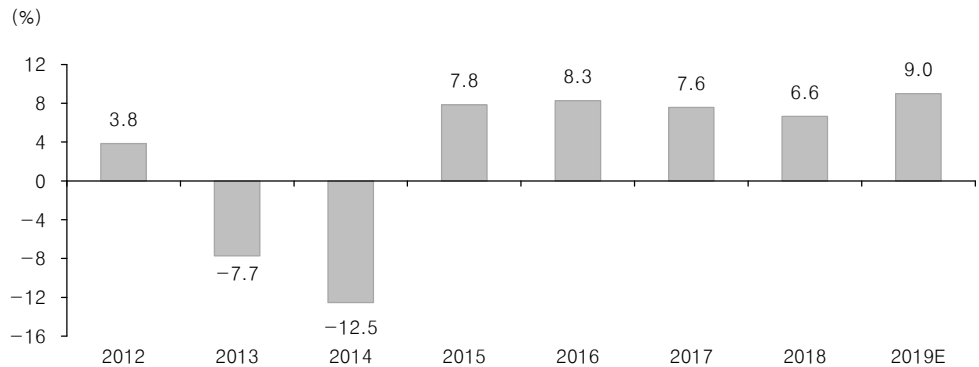
자료: 유안타증권

투자 전문회사에서 PF 전문회사로 변모

동사는 1981년 한국기술개발로 시작해 1992년 한국종합기술금융, 2000년 KTB네트워크를 거쳐 2008년 증권업 인가 취득으로 현재의 KTB투자증권이 되었다. 벤처캐피탈에 뿌리를 둔 만큼 유망한 기업에의 투자와 성공적인 회수가 회사의 주요 전략이었으며, 자회사도 KTB자산운용(1999년 설립), KTB Ventures(2000년 설립), KTB네트워크(2008년 설립), KTB ST(2008년 인수), KTB PE(2012년 분사) 등 투자와 운용에 초점을 맞춘 포트폴리오를 갖추고 있다.

그렇다보니 ROE는 매년 변동성이 심했던 편인데, 2016년 이병철 부회장이 경영진에 합류한 뒤로 채무보증 수수료의 비중을 확대하며 (+) ROE를 유지해나갔다. 이후 2018년 중 대표이사 변경으로 이병철 부회장 체제가 공고해졌고, 2019년에는 전년대비 47.9%의 증익에 성공하여 ROE는 9.0%에 도달할 전망이다.

[그림 1] ROE 추이



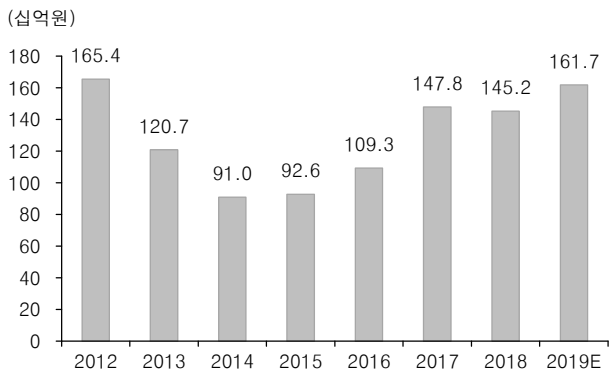
자료: 유안타증권 리서치센터

당사는 현재 동사가 500억원대 이익 체력을 확보하기까지 두 가지 중요한 변화가 있었다고 판단하는데, 1) 2016년 이후 이익 안정성 증진과 2) 2018년 자회사 구조조정이다.

2016년 이후 이익 안정성 증진은 부동산PF 강화에 따른 것으로 판단한다. 부동산PF가 강화됨에 따라 1) 운영업수익 내 순수수수료이익의 비중과 2) 수수료수익 내 채무보증 및 기타수수료의 비중이 늘어났는데, 그로 인해 기존의 주요 축을 담당하던 트레이딩 및 상품손익의 비중이 축소되며 이익 변동성도 줄어들었기 때문이다.

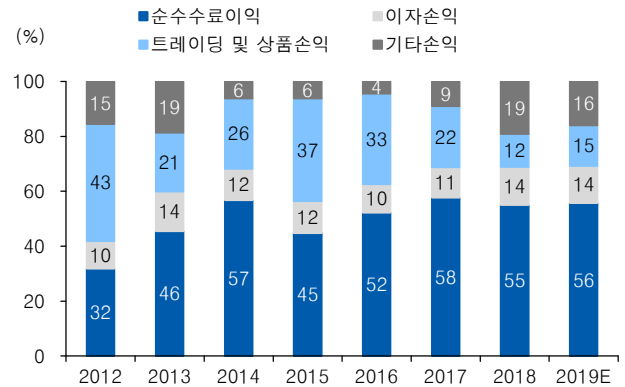
2018년 자회사 구조조정은 대표이사 변경 후 진행되었는데, 이는 곧 2019년 배당수익 증가로 이어졌다. 증권 별도 기준으로 볼 때 2018년부터 운영업수익 내 기타손익의 비중이 커졌는데, 2018년은 SPC 청산에 따른 회수로, 2019년은 자회사에서 처음으로 중간배당이 이루어졌기 때문이다. 향후 자회사의 실적이 안정화 또는 성장한다면 지속적인 배당으로 증권 이익에 기여할 수 있다.

[그림 2] 순영업이익 추이



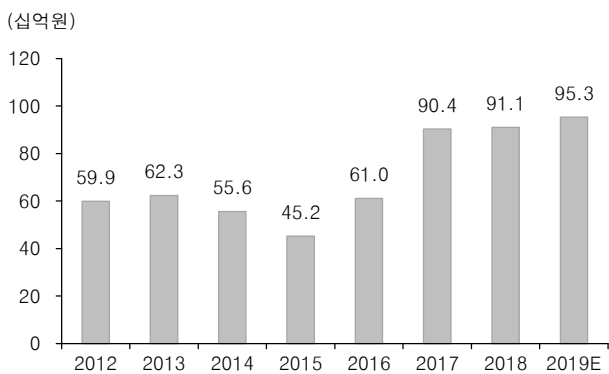
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 순영업이익 구성 추이



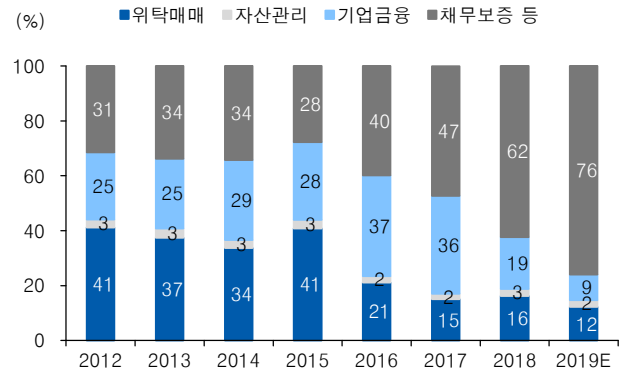
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 수수료수익 추이



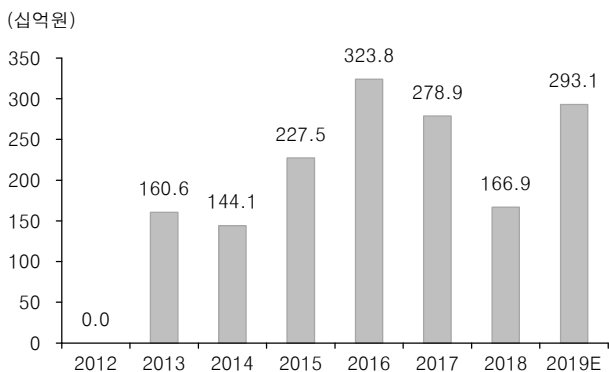
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 수수료수익 구성 추이



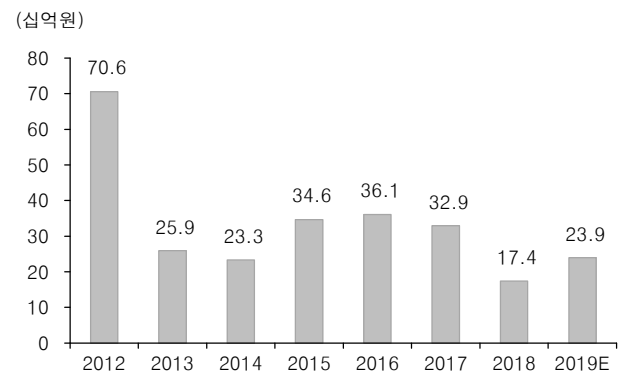
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 부동산PF 채무보증 잔액 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 트레이딩 및 상품손익 추이

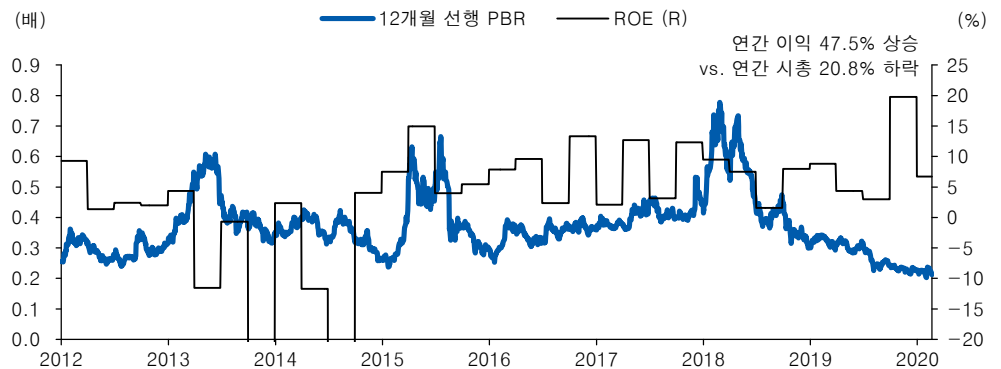


자료: 유안타증권 리서치센터

2019E 증익 폭 47.9% vs. 연간 시가총액 하락 폭 20.8%

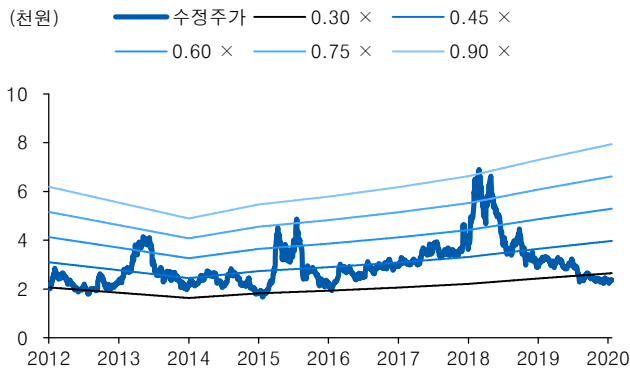
그러나 연간 시가총액은 20.8% 하락했는데 (2019.01.01~2019.12.31, 2020년은 -6.8% YtD), 그로 인해 PER과 PBR은 밴드 하단까지 낮아져있다. 2018년 이후 증시하락에 따라 중소형 증권사들이 소외되면서 동사 또한 증익에도 불구하고 주목을 받지 못한 것으로 보인다. 그러나 앞서 언급했듯이, 동사의 전략은 더 이상 투자와 회수가 아닌 PF를 통한 성장이기 때문에 증시 부진으로 하락한 현재 주가는 저평가된 수준이라고 판단한다.

[그림 8] PBR vs. ROE 추이



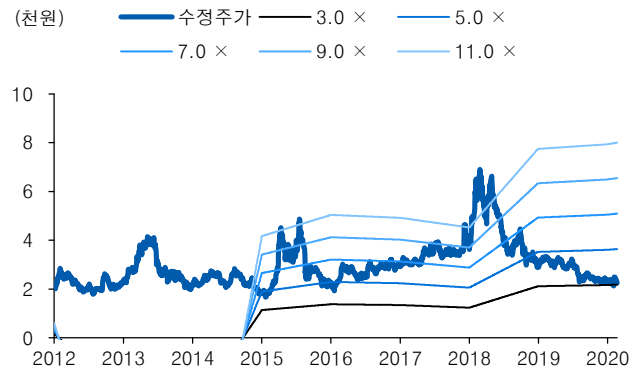
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] PER 밴드 차트



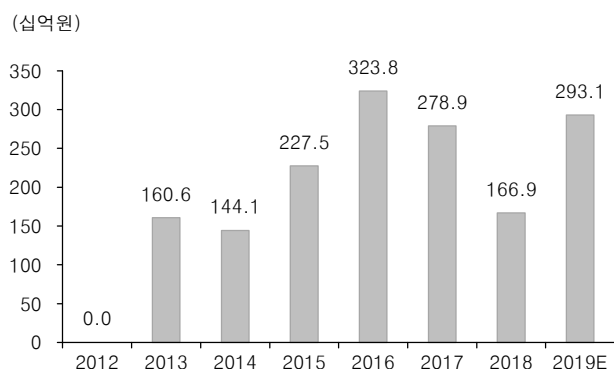
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

2020E 실적 추정: 부동산 PF 시나리오 테스트

당사는 2020년에도 작년과 같은 이익 체력이 유지될 것인가를 예측하기 위해 자본대비 채무보증 잔액의 비중을 변수로 시나리오 테스트를 진행하였다. 동사의 채무보증은 대부분 부동산PF 채무보증으로 구성되어있기 때문에 시나리오 테스트에는 채무보증 전체 잔액을 사용하였다.

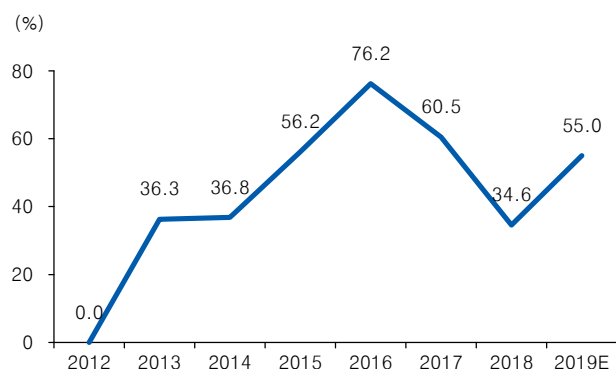
채무보증 잔액은 2013년부터 발생, 2016년까지 증가세를 보였고 이후 2년 간 감소했다. 특히 2018년에는 그룹 전반에 걸친 구조조정으로 비중이 최저점을 찍은 것으로 보인다. 한편 2019년에는 잔액과 비중이 반등하였고, 그에 따라 연말에는 자본대비 약 55% 수준으로 마무리 되었을 것으로 추정한다. 당사는 2019년 말 수준과 과거 추이를 반영, 2020년말 자본대비 채무보증의 비중을 80%(BULL), 60%(BASE), 40%(BEAR)로 가정하여 이익을 이익과 ROE를 추정하였다.

[그림 11] 채무보증 잔액 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 자본대비 채무보증 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

시나리오 테스트에 따르면 동사가 2020년말까지 자본대비 채무보증 잔액 비중을 60%까지 회복할 경우 ROE 8.5%와 전년대비 2.8%의 증익을 보일 것으로 예상된다. 확대가 가속되어 잔액 비중이 80%까지 늘어날 경우 ROE 9.2%와 전년대비 12.3%의 증익도 가능할 전망이다.

[표 1] 2020 년말 자본 대비 채무보증 잔액 비중에 따른 시나리오 테스트

(단위: 십억원, %, 원)

	BULL: 80%	BASE: 60%	BEAR: 40%
순영업수익	253.2	235.2	217.5
영업이익	59.1	52.8	46.7
세전이익	74.5	68.2	62.1
연결순이익	56.3	51.5	46.8
지배주주순이익	56.1	51.3	46.6
ROE	9.2	8.5	7.7

자료: 유안타증권 리서치센터

시나리오별 2020년 분기별 실적 추정치는 다음과 같다. BASE 추정치는 [표 3]의 내용이며, 이를 근거로 p. 1의 하단 표와 p. 8의 재무제표를 작성하였다.

[표 2] 분기별 실적 전망: BULL 시나리오 (80%)

(단위: 십억원)

	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E
순영업수익	55.6	58.5	62.0	64.5	68.3	221.4	253.2
순수수료이익	43.3	44.6	48.6	51.4	54.9	166.6	199.4
이자손익	6.7	6.9	7.2	7.1	7.1	24.4	28.2
트레이딩 및 상품손익	5.6	7.0	6.2	6.1	6.3	26.4	25.6
기타손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.1	0.0
영업이익	16.2	11.0	18.2	9.4	20.5	37.3	59.1
세전이익	23.1	13.5	21.1	12.6	27.4	52.2	74.5
연결순이익	28.0	10.3	15.8	9.8	20.4	50.1	56.3
지배주주순이익	28.1	10.3	15.7	9.8	20.3	49.9	56.1

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 분기별 실적 전망: BASE 시나리오 (60%)

(단위: 십억원)

	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E
순영업수익	55.6	56.8	58.5	59.1	60.9	221.4	235.2
순수수료이익	43.3	42.9	45.1	46.0	47.5	166.6	181.5
이자손익	6.7	6.9	7.2	7.0	7.1	24.4	28.2
트레이딩 및 상품손익	5.6	7.0	6.2	6.1	6.3	26.4	25.6
기타손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.1	0.0
영업이익	16.2	10.5	17.0	7.5	17.9	37.3	52.8
세전이익	23.1	12.9	19.9	10.7	24.8	52.2	68.2
연결순이익	28.0	9.9	14.9	8.4	18.4	50.1	51.5
지배주주순이익	28.1	9.8	14.8	8.3	18.4	49.9	51.3

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] 분기별 실적 전망: BEAR 시나리오 (40%)

(단위: 십억원)

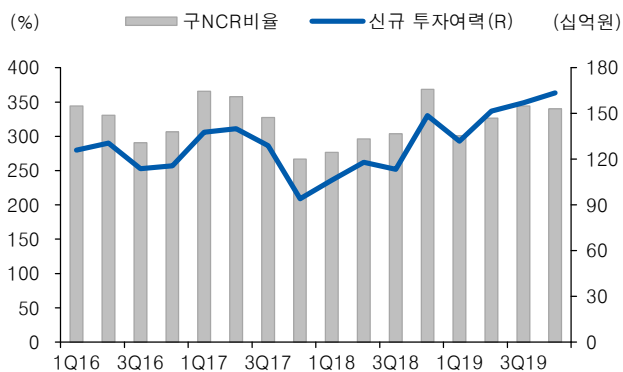
	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E
순영업수익	55.6	55.1	55.0	53.8	53.6	221.4	217.5
순수수료이익	43.3	41.2	41.7	40.7	40.3	166.6	163.8
이자손익	6.7	6.9	7.2	7.0	7.1	24.4	28.2
트레이딩 및 상품손익	5.6	7.0	6.2	6.1	6.3	26.4	25.6
기타손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.1	0.0
영업이익	16.2	9.9	15.8	5.6	15.4	37.3	46.7
세전이익	23.1	12.3	18.7	8.8	22.2	52.2	62.1
연결순이익	28.0	9.4	13.9	7.0	16.5	50.1	46.8
지배주주순이익	28.1	9.4	13.9	6.9	16.4	49.9	46.6

자료: 유안타증권 리서치센터

신규 투자여력 양호

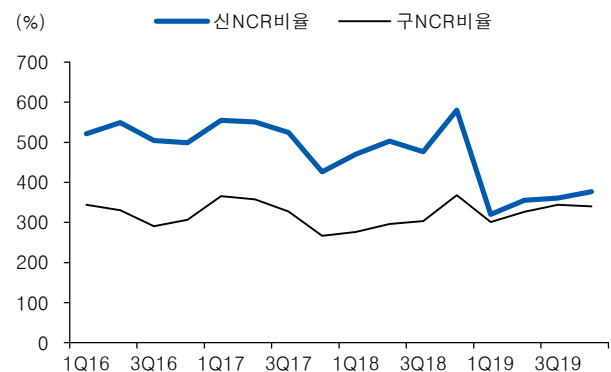
한편 부동산PF가 주요 전략인 회사는 신규 투자여력에 대해 고민해볼 수 밖에 없다. 자본 증가보다 빠른 부동산PF 익스포저의 확대는 NCR비율과 신규 투자여력을 소진하기 때문이다. 그러나 동사는 아직 신규 투자여력이 양호한 수준인 것으로 보인다. 2019년 들어 자본대비 채무보증 비중은 반등했지만 대출채권 비중은 낮아지고 있기 때문이다. 대출채권 내에서도 신용공여금(리테일)이 대부분인 만큼 PF 대출(대출금+매입대출채권)의 규모가 커지지 않고 있기 때문에 PF 채무보증 또는 셀다운 위주의 전략을 피고 있다는 판단이다.

[그림 13] 구 NCR 비율 및 신규 투자여력 추이



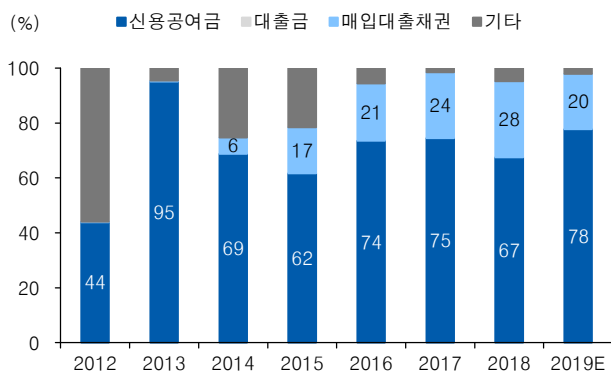
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 14] NCR 비율 추이



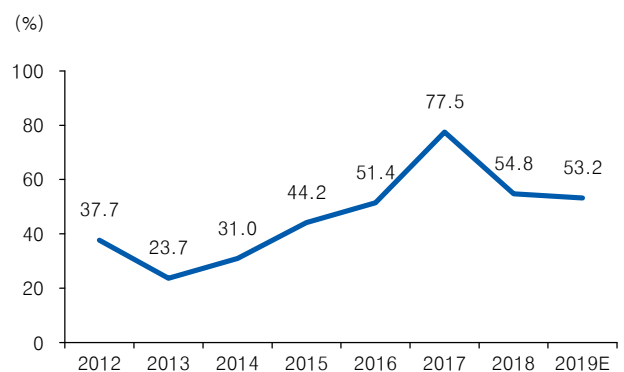
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 15] 대출채권 구성 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 자본대비 대출채권 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

KTB 투자증권 (030210) 추정재무제표 (K-IFRS)

별도 포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	148	145	162	174	184
순수수료이익	85	80	90	103	113
수수료수익	90	91	95	109	120
위탁매매	14	15	12	13	13
자산관리	2	2	2	2	2
IB 및 기타	75	74	81	94	104
수수료비용	5	11	5	6	7
이자손익	16	20	22	25	26
트레이딩 및 상품손익	33	17	24	22	21
기타손익	13	28	26	24	24
판매비와 관리비	108	101	108	113	120
영업이익	40	44	54	61	65
영업외수익	0	0	2	0	0
영업외비용	2	20	0	0	0
세전이익	38	24	56	61	65
법인세비용	3	3	5	15	16
당기순이익	35	20	50	46	49

별도 재무상태표	(단위: 원, 배, 십억원)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
자산	1,712	1,565	2,931	3,183	3,454
현금 및 예치금	412	577	495	538	583
유가증권	823	669	1,408	1,529	1,659
대출채권	357	264	283	293	305
유형자산	3	3	8	9	9
무형자산	9	7	8	9	10
투자부동산	0	0	0	0	0
기타자산	109	45	729	806	887
부채	1,251	1,083	2,398	2,604	2,826
예수부채	128	116	152	158	170
차입부채	1,013	877	1,454	1,586	1,722
기타충당부채	2	2	3	3	3
이연법인세부채	0	0	0	0	0
기타부채	108	87	790	858	930
자본	461	482	533	579	628
자본금	353	353	353	353	353
자본잉여금	84	84	84	84	84
이익잉여금	22	46	96	142	191
기타자본	2	0	0	0	0

별도 ROA 분해	(단위: %)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익 구성					
순수수료이익	57.7	55.0	55.7	59.4	61.4
수수료수익	61.1	62.7	58.9	62.8	65.0
위탁매매	9.2	10.2	7.2	7.6	7.3
자산관리	1.2	1.6	1.4	1.3	1.3
IB 및 기타	50.7	50.9	50.3	53.9	56.4
이자손익	11.1	14.0	13.6	14.5	14.1
트레이딩 및 상품손익	22.3	12.0	14.8	12.4	11.5
기타손익	9.0	19.1	15.9	13.7	12.9
자산회전율					
순수수료이익	4.98	5.10	3.07	3.25	3.28
수수료수익	5.28	5.82	3.25	3.44	3.47
위탁매매	0.79	0.95	0.40	0.42	0.39
자산관리	0.10	0.15	0.08	0.07	0.07
IB 및 기타	4.38	4.72	2.77	2.95	3.01
이자손익	0.96	1.29	0.75	0.80	0.75
트레이딩 및 상품손익	1.92	1.11	0.82	0.68	0.61
기타손익	0.77	1.77	0.88	0.75	0.69

자료: Company data, 유안타증권

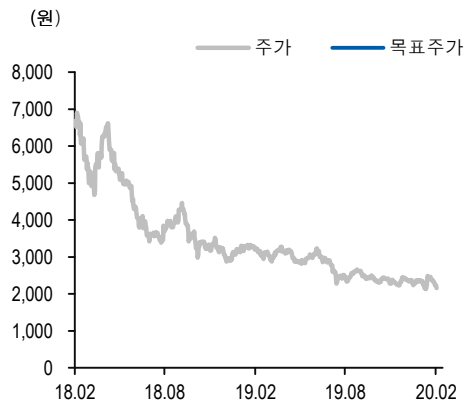
연결 재무제표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익	233	230	221	235	246
순수수료이익	170	175	167	181	192
이자손익	21	26	24	28	29
트레이딩 및 상품손익	40	25	26	26	25
기타손익	2	4	4	0	0
판매비와 관리비	190	193	184	182	189
영업이익	43	37	37	53	57
영업외수익	7	20	17	15	15
영업외비용	8	13	2	0	0
세전이익	42	44	52	68	72
법인세비용	6	10	2	17	18
연결당기순이익	36	34	50	51	54
지배주주순이익	36	34	50	51	54
비지배주주순이익	0	1	0	0	0
자산	1,889	1,751	2,860	3,473	3,754
부채	1,399	1,224	2,280	2,845	3,075
자본	490	527	580	629	679

주요 투자지표	(단위: 원, %)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Valuation					
P/B	0.32	0.30	0.27	0.25	0.23
P/E	4.9	5.3	3.1	3.0	2.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표					
BPS	6,862	7,360	8,095	8,779	9,500
EPS	447	411	706	724	765
DPS	0	0	0	0	0
성장성					
BPS 성장률	6.7	7.3	10.0	8.4	8.2
EPS 성장률	-2.4	-8.1	71.7	2.6	5.7
수익성					
ROE	7.6	6.6	9.0	8.5	8.3
ROA	2.21	1.86	2.17	1.62	1.50
비용/수익비율	72.8	69.7	66.6	65.0	65.0
영업이익률	18.4	16.1	16.8	22.5	23.1
세전이익률	18.1	19.2	23.6	29.0	29.4
순이익률	15.4	14.7	22.5	21.8	22.1
재무레버리지 (별도)	3.7	3.2	5.5	5.5	5.5

연결 ROA 분해	(단위: %)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순영업수익 구성					
순수수료이익	73.1	76.2	75.2	77.1	78.0
이자손익	9.1	11.2	11.0	12.0	11.8
트레이딩 및 상품손익	17.0	10.9	11.9	10.9	10.2
기타손익	0.8	1.7	1.8	0.0	0.0
자산회전율					
순수수료이익	9.01	10.02	5.82	5.23	5.10
이자손익	1.12	1.48	0.85	0.81	0.77
트레이딩 및 상품손익	2.09	1.44	0.92	0.74	0.67
기타손익	0.10	0.22	0.14	0.00	0.00

주식 수와 배당성향	(단위: 백만 주, %)				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
기말발행주식수	70,597	70,597	70,597	70,597	70,597
보통주	60,314	60,314	60,314	60,314	60,314
우선주	10,283	10,283	10,283	10,283	10,283
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
우선주배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

KTB 투자증권 (030210) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-02-26	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.3
Hold(중립)	11.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-02-23

※ 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.