

증권업

증권업종 추가 상승 여력 충분하다



강승건
02.769.3096
cygun101@daishin.com

투자의견

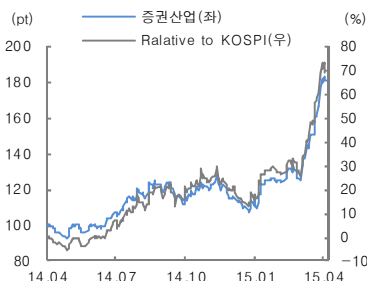
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
삼성증권	Buy	80,000원
대우증권	Buy	20,000원
NH투자증권	Buy	20,000원
한국금융지주	Buy	87,000원
미래에셋증권	Marketperform	64,500원
키움증권	Marketperform	85,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	36.0	65.1	58.9	80.7
상대수익률	28.8	45.4	40.9	67.9



투자의견 비중확대 유지, 추가 상승 여력은 Brokerage와 금융상품으로부터

- 증권업종의 가파른 주가 상승으로 Valuation 부담 발생
- 증권업종 투자의견을 비중확대로 유지. 2013~2014년이 아닌 2009~2010년 관점으로 증권업종을 평가해야 한다고 판단하기 때문임
- 기준금리 인하, 화전율 상승으로 일평균거래대금 추가 증가가 예상되며 신용잔고 증가로 Brokerage 관련 수익이 추가적으로 증가할 것으로 전망
- 한국형 ISA(개인종합자산관리계좌) 시행시 ELS의 배당소득 이연 등을 통해 절세 수요가 증가하면서 ELS/DLS 판매가 증가할 것으로 예상되어 증권사로의 머니무브 기대감 커질 것으로 전망
- 이를 반영하여 커버리지 증권사의 2015년 순이익 전망치를 23.6% 상향함
- 증권업종 최선호 종목은 대우증권, 삼성증권, 한국금융지주를 유지함

월간 기준 10조원 이상의 일평균거래대금이 2015년에 실현 가능할 것으로 판단

- 2015년 4월(1~16일) 일평균거래대금은 10.1조원으로 전분기대비 33.1% 높은 수준
- 하지만 화전율은 KOSPI 126.4%, KOSDAQ 575.2% 수준으로 2009~2010년에 비해 낮은 수준
- 화전율은 기준금리 인하 구간과 주가지수가 의미있는 상승(신고가 돌파)을 할 때 상승한다는 점을 감안하면 2015년은 화전율의 상승이 충분히 가능한 구간이라고 판단됨
- 2009년 상반기 화전율 적용시 일평균거래대금은 16.0조원, 2010년 화전율 적용시 10.2조원이 산출됨

신용공여 증가로 신용공여 관련 이자수익은 2014년대비 39.8% 증가 전망

- 신용공여는 신용거래와 예탁증권담보 용자로 구성됨. 2015년 4월 16일 기준 신용공여잔고는 17.3조원(신용거래 7.1조원, 예탁증권담보 10.2조원)으로 2014년말 대비 20.8% 증가
- KOSDAQ 신용거래용자는 시가총액의 2.0% 수준까지 증가하였고 예탁증권담보용자는 시가총액의 0.7%수준까지 상승하였음. 하지만 KOSPI 신용거래용자는 시가총액의 0.2% 수준으로 지수가 고점을 돌파하던 2009~2010년 0.4%에 비해 낮은 수준임
- 최근 KOSPI 고점 돌파 시도를 감안할 때 KOSPI 관련 신용거래용자도 확대될 여지가 충분하다고 판단되어 연말기준 신용공여 잔고를 19.3조원으로 상향하였음
- 이로 인한 증권사들의 신용공여 관련 이자수익은 6,680억원으로 2014년대비 39.8% 증가 전망

ELS/DLS 판매는 ISA 도입시 크게 확대될 여지가 있으며 머니무브의 근거가 될 것

- 기준금리 인하로 인하여 경쟁 금융기관의 금리 경쟁력이 약화되며 증권사가 제공하는 상품의 상대적 경쟁력이 회복되고 있음. 최근 저수형 ELS 판매 급증이 중요한 근거임
- 하지만 ELS/DLS 및 해외펀드의 경우 관련 수익이 배당소득으로 간주되어 15.4%의 배당소득세가 원천징수되며 금융소득종합과세 대상이 되어 고액 자산가들의 참여가 저조하였음
- 한국형 ISA(개인종합자산관리계좌) 도입시 펀드와 파생결합증권(ELS/DLS)이 투자 대상에 포함될 가능성이 높아 절세 수요가 크게 증가할 가능성이 높다고 판단됨
- 2007년 주식형 수익증권 판매가 급증했던 구간과 2010년 Wrap 판매가 급증했던 구간에 증권사의 Valuation multiple은 크게 상승하였음. 머니무브에 대한 기대감 때문이었음
- 경쟁 금융사의 낮아진 금융상품 경쟁력과 ISA 도입 가능성을 감안할 때 2015년은 ELS/DLS를 근거로 증권업종의 머니무브 기대감이 구체화될 것으로 예상됨
- 감동당국의 레버리지 규제를 감안할 때 향후 ELS/DLS 발행은 자본여력이 충분한 대형 증권사 중심으로 이루어질 것으로 예상되어 투자 대상을 대형 증권사로 한정하는 것을 권유함

Contents

I. 증권업증 주가 급증으로 Valuation에 대한 부담 발생	3
II. 추가 상승 여력은 Brokerage와 금융상품	
근거1: 일평균거래대금 및 신용공여 추가 증가에 대한 기대감	6
근거2: 증권업증으로의 머니무브 기대감, ELS 판매 추가 확대	15
근거3: 1.25% 수준의 기준금리에 대한 기대감	20
III. Valuation에 프리미엄이 적용될 수 있는 구간	21

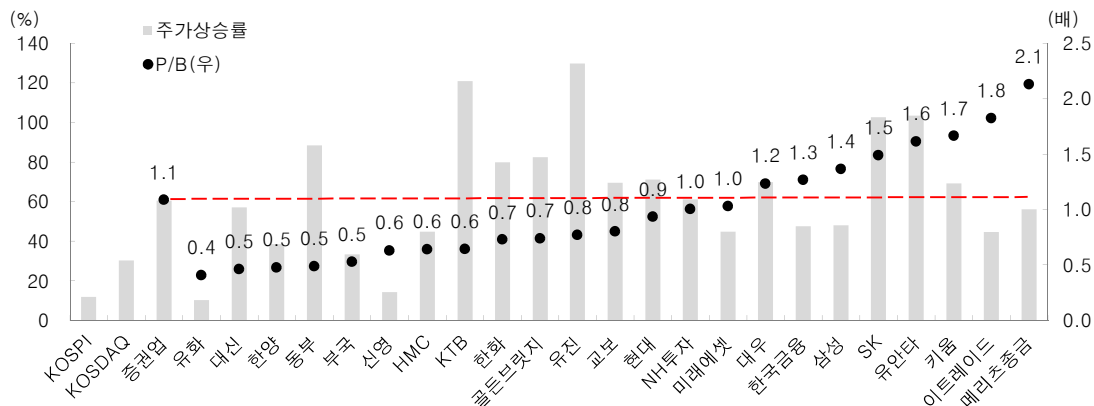
I. 증권업종 주가 급등으로 Valuation에 대한 부담 발생

2015년 4월 17일까지 증권업종 60.4% 상승

2015년 증권업종 급등 증권업종의 주가가 강한 상승세를 시현하고 있다. 2014년 말 대비 증권업종은 60.4% 상승하였다. KOSPI 및 KOSDAQ 지수가 각각 11.9%, 30.2% 상승하였다는 점을 감안할 때 매우 높은 수준의 주가 상승이다.

증권업종 주가 상승의 원인은 단기적으로 1) 거래대금 증가, 2) 금리하락에 따른 채권평가이익, 3) ELS 조기상환에 따른 상품 및 트레이딩 손익 개선 등이며 중기적으로는 경쟁 금융사(은행,보험)의 금리 경쟁력 약화로 증권업종으로 자금 유입 가능성이 커졌다는 점이라고 판단된다.

그림 1. 2015년 이후 증권업종 주가 급등



주: 카바리지 증권사의 Valuation은 2015년 예상 BPS 기준, 나머지 증권사는 2014년 12월 기준(보통주 기준), 2015년 4월 17일 기준
자료: 각 사 대신증권 리서치센터

증권업종의 주가변동성은 매우 높음

증권업종의 주가 변동성은 다른 업종에 비해 높은 수준이다. 금융시장 환경 변화에 이익이 매우 민감하기 때문이다. 주가지수 상승, 금리 하락, 그리고 히트 상품의 등장 시점에서는 매우 높은 Multiple에서 거래되지만 반대의 경우에는 주가가 급락하는 모습을 보이기도 한다.

P/B multiple의 고점과 저점 차이

2009년 0.47배

2011년 0.58배

이는 수수료(보수가 아닌) 중심의 수익구조와 자금의 쏠림 현상, 그리고 제한된 고정비 변동 때문이라고 생각된다.

증권업종에 긍정적인 시장 환경이었던 2009년과 2011년 P/B multiple의 월간 고점과 저점의 차이는 각각 0.47배(고점 1.46배, 저점 0.99배), 0.58배(고점 1.26배, 저점 0.68배)이다.

커버리지 증권업종 P/B는 1.2 배, 하지만 시가총액은 2009 년 이후 최고 수준

P/B multiple은 2009
년, 2011년에 비해 낮
지만

시가총액은 높은 상황

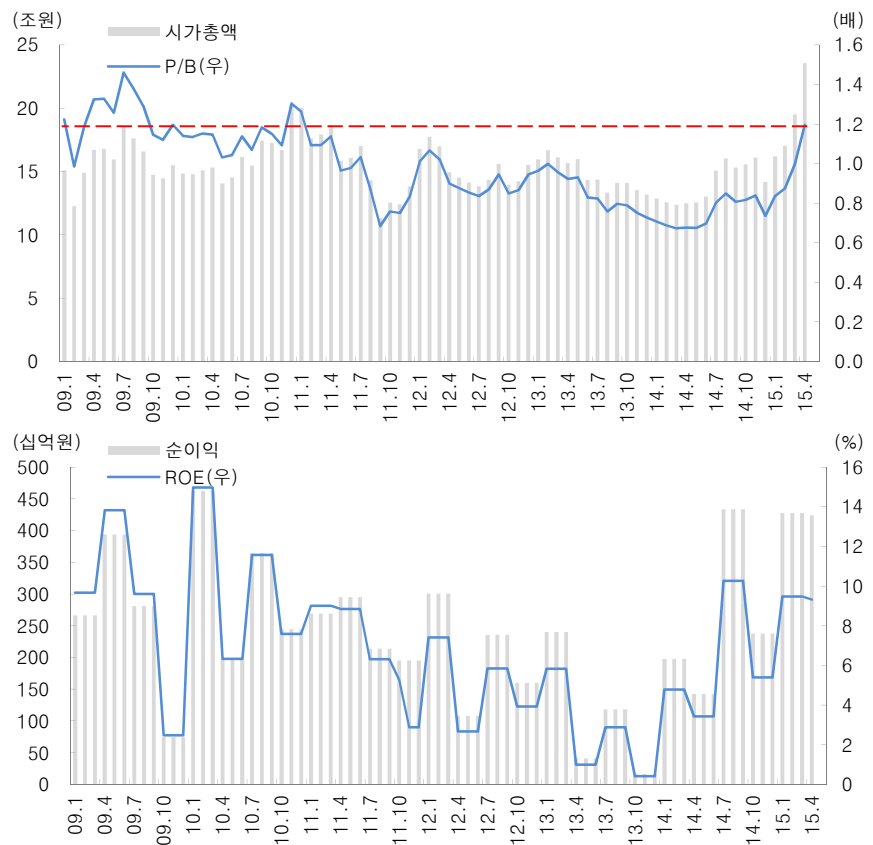
ROE가 낮아졌다는 점
감안시 Valuation 과거
수준 도달 평가

커버리지 6개 증권사의 P/B multiple은 1.2배로 회전을 급등하여 ROE가 개선된 2009년과 경제성장률 회복에 따른 주가지수 상승으로 ROE가 개선된 2011년에 비해 낮은 수준이다.

하지만 시가총액은 이미 과거 고점을 넘어선 상태이다. 이는 2011년 말 단행된 대형증권사들의 증자 영향으로 순자산이 증가하였기 때문이다.

2015년 1분기 합산 순이익이 2009년 2분기 순이익보다 많은 규모이지만 ROE는 낮은 수준을 시현할 것으로 예상된다(순자산이 증가하였기 때문). P/B multiple이 ROE 수준에 의해 결정된다는 점을 감안할 때 증권업종의 Valuation은 이미 2009년과 2011년 수준까지 도달한 것으로 평가할 수 있다.

그림 2. P/B multiple은 2009년, 2011년대비 낮지만 시가총액은 과거에 비해 높은 수준임



자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

2013~2014년 주식시장 환경 기준으로는 추가 상승여력 매우 제한적

일평균거래대금 7.2조
원, 기준금리 1.75%
가정시
Target Valuation 도달

2009년/2011년의 주
식시장 환경 기준으로
평가한다면 추가 상승
에 대한 기대감 가질
수 있음

최근 2년 부진하였던 한국의 주식시장 환경을 기준으로 증권업종을 평가한다면 증권업종의 추가 상승여력은 매우 제한적이라고 생각한다. 우리가 기준에 가정하였던 일평균 거래대금 7.2조원, 기준금리 1.75% 가정시 커버리지 6개 증권사의 2015년 순이익은 1조 4,090억원으로 ROE는 7.5% 수준이다. 지금 증권업종의 P/B multiple이 1.2배임을 감안하면 Target Valuation에 도달하였다고 판단된다.

하지만 기준금리가 급락하면서 개인거래가 급증하였던 2009년 상반기, 그리고 KOSPI가 신고가를 경신하던 2010년 하반기~2011년 상반기 기준으로 증권업종을 평가한다면 증권업종에 대한 기대감을 가질 수 있을 것으로 생각한다.

특히 시중금리의 계속된 하락으로 발생한 증권업종의 상대적 금리(기대수익률) 경쟁력까지 고려한다면 증권업종 주가에 낙관론이 반영될 여지는 크다고 생각한다.

표 1. 2015년의 증권업종의 환경은 2009년, 2010년과 유사함

		2009년	2010년	2013년	2014년	2015. 4. 17
시장지표	개인거래비중(%)	65.8	69.0	60.5	59.6	65.8
	회전율(%)	244.2	179.1	113.7	110.5	142.5
	고객예탁금(평잔, 조원)	13.0	13.7	17.2	15.0	17.5
	신용융자(조원)	3.5	5.0	4.4	4.9	6.0
경쟁력	시중은행 예금금리(%)	3.5	3.9	2.9	2.5	2.1
	저축성보험 공시이율(%)	4.8	4.9	4.1	3.9	3.4
	국고채 1년/3년(%)	3.5/4.4	2.9/3.4	2.7/2.9	2.1/2.1	1.7/1.7
주요국 주가지수 상승률	KOSPI	+49.7%	+21.9%	+0.7%	-4.8%	+11.9%
	KOSDAQ	+54.7%	-0.6%	+0.7%	+8.6%	+30.2%
	S&P	+23.5%	+12.8%	+29.6%	+11.4%	+2.2%
	NASDAQ	+43.9%	+16.9%	+38.3%	+13.4%	+5.8%
	SROXX50	+21.1%	-5.8%	+18.0%	+1.2%	+19.3%
	Nikkei225	+19.0%	-3.0%	+56.7%	+7.1%	+12.6%
	상해 A	+80.0%	-14.3%	-6.8%	+52.9%	+32.5%
	홍콩 H	+62.1%	-0.8%	-5.4%	+10.8%	+22.1%

자료: 대신증권 리서치센터

2015년의 증권업종은 2009년, 2010년의 관점에서 접근해야 할 것으로 판단

증권업종의 이익 및 경쟁력, Valuation은 주식시장 환경에 매우 민감하게 반응

증권업종의 이익 및 경쟁력은 외부 환경에 매우 민감하게 반응한다. 위탁매매 수수료 수익 및 관련 이자수익의 비중이 여전히 50% 이상을 차지하고 있으며 주식시장의 등락, 시중 유동성 등에 절대적인 영향을 받기 때문이다. 또한 증권사가 판매하는 금융상품 역시 시장 상황에 큰 영향을 받는다.

2009년~2011년 상반기의 시장 지표 및 Valuation은 지금의 증권업종 주가를 이해하기 위해 필요함

증권사의 절대수준의 경쟁력은 과거와 동일하다 하여도 주식시장의 강세 여부, 경쟁 금융기관의 금리 경쟁력 수준에 따라 증권사가 창출하는 수익성은 크게 변동할 수 밖에 없다. 따라서 2015년 증권업종의 Valuation을 위해서는 최근 크게 개선된 시장 환경을 반영해야 한다고 생각하며 2009년~2011년 상반기까지의 시장지표 및 Valuation은 지금의 증권업종 주가를 이해하는데 있어 중요한 역할을 할 것으로 판단된다.

II. 증권업종: 추가 상승 여력은 Brokerage와 금융상품

증권업종 투자의견 비중확대 유지

비중확대 유지

- 1) 거래대금 증가
- 2) 증권사의 수익기반 확대

증권업종에 매우 우호적인 환경이라는 점은 분명하고 이를 반영하여 주가가 상승하고 있지만 가파른 주가 상승으로 Valuation 부담이 증가하는 구간으로 진입하고 있다고 판단된다.

그럼에도 불구하고 증권업종에 대한 투자의견을 비중확대로 유지한다.

단기적 오버슈팅도 가능

- 1) 기준금리 1.25%
- 2) KOSPI 신고가 돌파

근거는 1) 일평균거래대금 추가 상승이 가능할 것으로 예상되며 2) 경쟁 금융사의 금리 경쟁력 약화라는 구조적 측면에서 중기적으로 증권사(금융투자상품)의 수익기반이 확대될 수 있을 것으로 전망되기 때문이다.

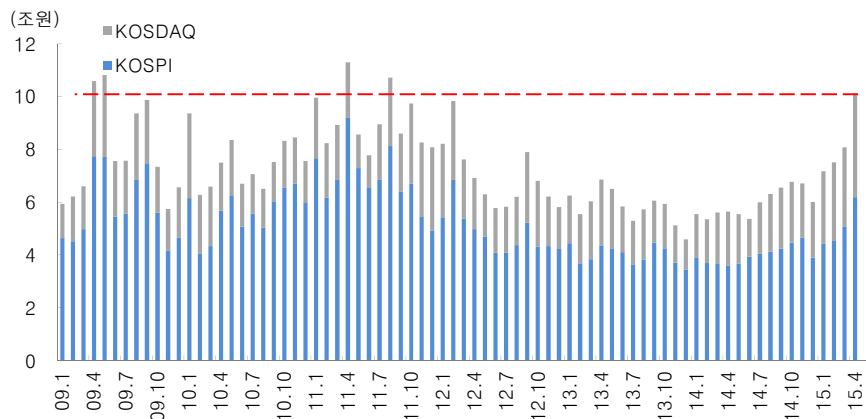
단기적으로는 주가 측면의 Overshooting 가능성도 배제하지 못하는 상황이라고 판단된다. 그 근거는 1) 기준금리 1.25%, 그리고 2) KOSPI 역사적 신고가 돌파와 같은 이벤트가 현실화 될 가능성이 있기 때문이다.

근거 1-1: 일평균거래대금 추가 증가에 대한 기대감

일평균거래대금의 절대 규모로 보면 매우 높은 수준

4월(1~16일) 일평균거래대금은 10.1조원(KOSPI 6.2조원, KOSDAQ 3.9조원)으로 1분기 7.6조원대비 33.1% 높은 수준이다. 2012년 2월 9.8조원을 기록한 이후 5~6조원 수준이었던 점, 그리고 2009년 이후 월간기준 일평균거래대금의 최고 수준이 11.3조원이었다는 점을 감안하면 이번 4월의 일평균거래대금은 매우 높은 수준으로 평가할 수 있다. 월간기준으로 일평균거래대금이 10조원을 넘는 횟수는 2009년 이후 5번에 불과하다.

그림 3. 일평균거래대금이 10 조원을 넘는 횟수는 2009년 이후 5번에 불과함



주: 2015년 4월 일평균거래대금은 4월1일~4월 16일까지의 거래대금을 월기준으로 환산한 것임
자료: KRX, 대신증권 리서치센터

그럼에도 불구하고 거래대금 증가를 예상하는 이유는

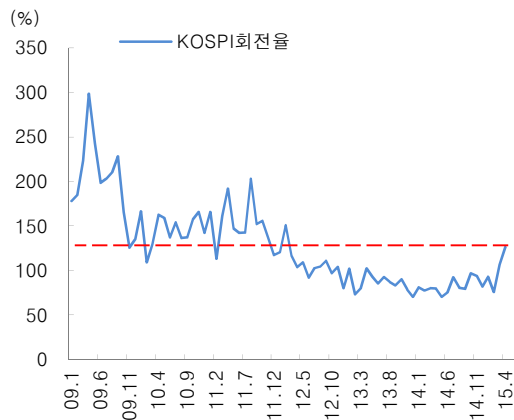
회전율 상승 가능성 때문임

현재 회전율은 과거대 비 낮은 상황임

역사적으로 높은 일평균거래대금임에도 불구하고 일평균거래대금의 추가 증가 기대감이 발생할 수 있을 것으로 생각하는 이유는 1) 과거에 비해 여전히 낮은 회전율과 2) 기준금리 인하 구간, 그리고 지수가 의미있게 상승하는 구간에서의 회전율 상승 효과 때문이다.

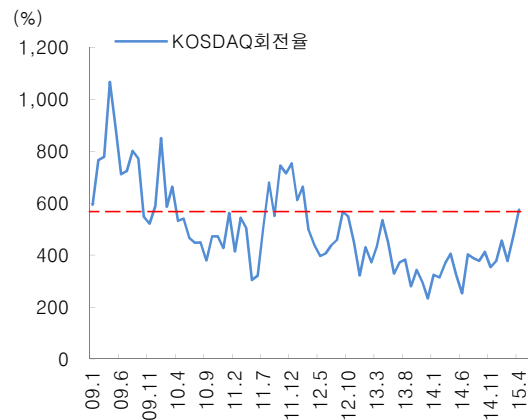
10.1조원 수준의 일평균거래대금이 예상되는 4월의 KOSPI, KOSDAQ 회전율은 각각 126.4%, 575.2% 수준으로 산출된다. 거래가 매우 부진하였던 2012~2014년에 비해서는 높은 수준이지만 기준금리가 인하되고 주가지수가 상승하며 개인들의 거래가 증가하였던 2009년과 KOSPI가 신고가를 경신하던 2010~2011년에 비해서는 여전히 낮은 수준이다.

그림 4. KOSPI 회전율 추이



자료: KRX, 대신증권 리서치센터

그림 5. KOSDAQ 회전율 추이



자료: KRX, 대신증권 리서치센터

회전율 상승에 따라 일평균거래대금 추가 증가 가능할 것으로 전망

우리는 회전율의 추가 상승이 나타날 것으로 전망한다. 1) KOSDAQ 강세가 이어지고 있는 상황에서 KOSPI의 역사적 신고가 돌파 시도가 나타날 가능성이 높다고 생각하고 있으며 2) 3월 기준금리 25bp 인하에 이어 상반기 중 추가 인하 가능성이 매우 높은 상황이기 때문이다. 또한 3) 6월에 예정되어 있는 상/하한가 폭 확대도 영향을 미칠 것으로 전망된다.

기관/외국인이 아닌 개인의 회전율 상승이 주요 요인

ELW 시장 및 파생상품 시장 위축으로 기관 및 외국인의 현선물 연계거래는 구조적으로 감소한 상황이라고 판단된다. 따라서 우리가 예상하고 있는 이벤트로부터 받는 영향은 제한적일 것이다. 하지만 상기 이벤트로 영향을 받는 개인의 매매 비중이 전체 거래대금에 미치는 영향이 크기 때문에 회전율 상승은 가능할 것으로 판단된다.

기준금리 인하구간 지수상승 초기구간에서 회전율은 상승함

기준금리가 인하되는 구간에서 회전율이 상승하는 모습을 보였다. 특히 기준금리가 2.0%까지 연속적으로 인하된 이후 2009년 상반기에는 주가 반등과 함께 개인들의 매매 비중이 증가하며 매우 높은 수준까지 회전율이 상승하였다. 또한 KOSPI 및 KOSDAQ 모두 지수가 상승세를 보이는 구간에서 회전율이 상승하였다.

2015년 회전율 상승 환경 조성

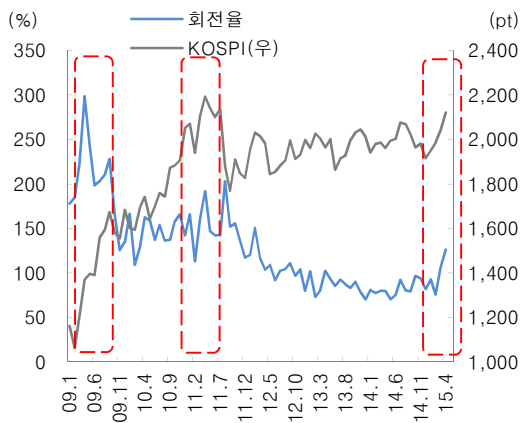
2015년은 기준금리의 연속적 인하, 그리고 KOSDAQ의 신고가 경신, KOSPI의 신고가 도전이 이루어지고 있어 회전율 회복의 환경이 조성되었다고 판단된다.

그림 6. 기준금리가 인하되는 구간에서 회전을 상승, 유동성 효과로 개인매매 비중 확대의 영향



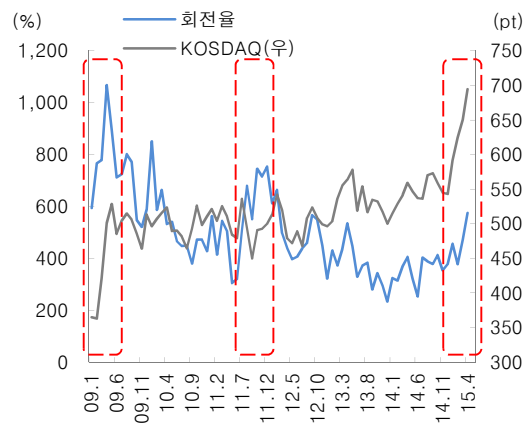
주: 2015년 4월 일평균거래대금은 4월1일~4월 16일까지의 거래대금을 월기준으로 환산한 것임
자료: KRX, Fnguide, 대신증권 리서치센터

그림 7. 주가지수가 상승하는 구간에서 회전을 상승



자료: KRX, Quantilwise, 대신증권 리서치센터

그림 8. 주가지수가 상승하는 구간에서 회전을 상승



자료: KRX, Quantilwise, 대신증권 리서치센터

회전율 및 시가총액 가정에 따른 일평균거래대금 시뮬레이션

방식:
매매주체별 회전율 변
화를 통해

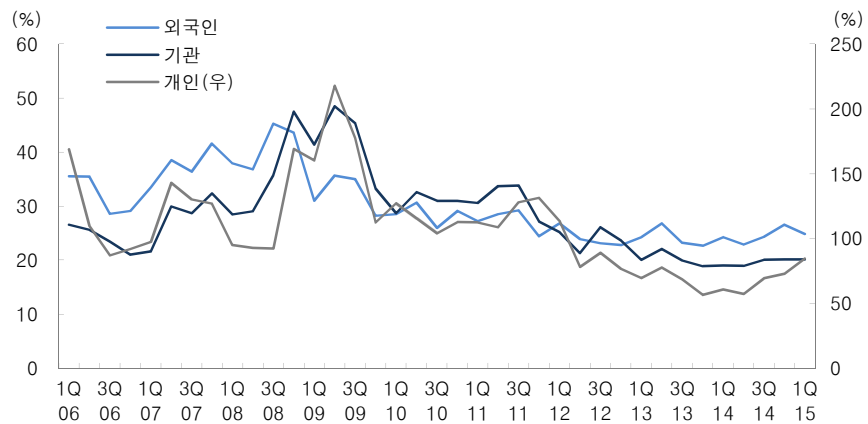
과거 매매주체별 회전
율을 적용하였을 경우
일평균거래대금 산출

일평균거래대금의 시뮬레이션 실시하였다. 매매주체별 회전율을 변수로 하여 2015년과 유사한 주식시장 환경이 조성되었던 과거 시점의 매매주체별 회전율을 대입하여 산출하였다. 회전율의 경우 일간이나 월간 기준의 변동성이 크고 지속 가능성이 낮기 때문에 분기 기준의 과거 회전율을 변수로 적용하였다.

우리는 2015년의 주식시장 환경의 특징을 1) 기준금리 인하, 2) 주가지수의 신고가 돌파로 규정하였으며 기준금리 인하의 case는 2009년 상반기 회전율을 사용하였고 주가지수 신고가 돌파 case는 2010년 회전율을 사용하였다.

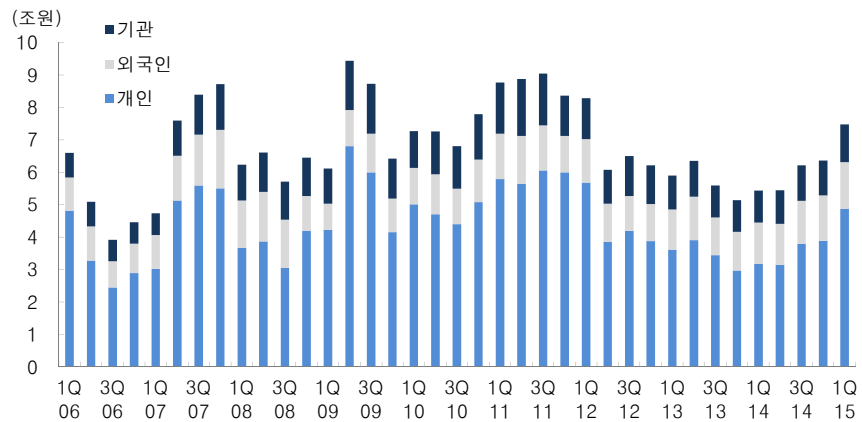
2009년 상반기 회전율을 적용시 일평균거래대금이 16.0조원이 산출되었고 2010년 회전율을 적용시 10.2조원, 그리고 2015년 4월(16일 누계를 월환산) 회전율을 적용시 11.5조원이 산출되었다.

그림 9. 2015년 1 분기까지 각 매매주체별 회전율 추이



자료: Fnguide, 대신증권 리서치센터

그림 10. 매매주체별 일평균거래대금, 개인의 일평균거래대금이 전체 거래대금을 결정



자료: Fnguide, 대신증권 리서치센터

표 2. 기준금리 인하/주가지수 신고가 돌파 구간, 그리고 최근 회전을 적용시 일평균거래대금

		2009년 상반기	2010년	2015년 4월
개인	회전율(%)	191.9	114.5	139.2
	일평균거래대금(조원)	11.3	6.7	8.2
기관	회전율(%)	45.3	30.8	27.2
	일평균거래대금(조원)	2.7	1.8	1.6
외국인	회전율(%)	33.6	28.5	29.3
	일평균거래대금(조원)	2.0	1.7	1.7
합계	회전율(%)	276.0	179.1	181.2
	일평균거래대금(조원)	16.0	10.2	11.5

자료: 대신증권 리서치센터

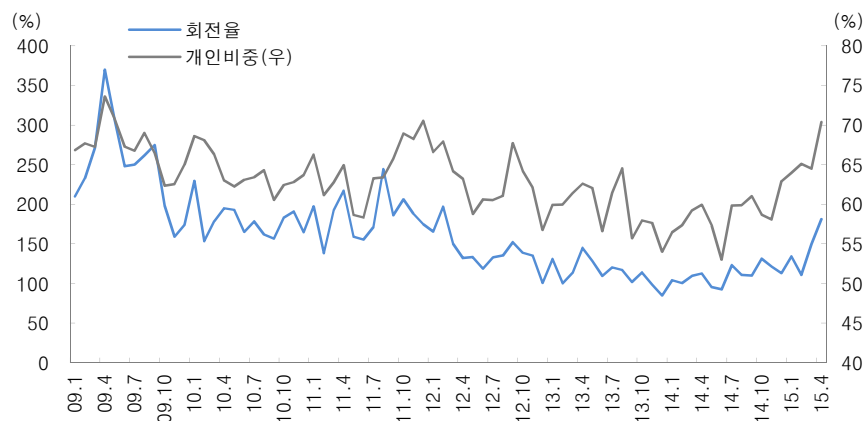
표 3. 매매주체의 회전을 변화 및 시가총액 변화에 따른 일평균거래대금

(단위: %, 조원)

매매주체	회전율	시 가 총 액(KOSPI + KOSDAQ)					
		-4%	-2%	1,474	+2%	+4%	+6%
개인	80.0	4.7	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0
	100.0	5.9	5.8	5.9	6.0	6.1	6.2
	120.0	7.1	6.9	7.1	7.2	7.4	7.5
	140.0	8.3	8.1	8.3	8.4	8.6	8.7
	160.0	9.4	9.2	9.4	9.6	9.8	10.0
기관	24.0	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5
	28.0	1.7	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
	32.0	1.9	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0
	34.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1
	38.0	2.2	2.2	2.2	2.3	2.3	2.4
외국인	24.0	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5
	28.0	1.7	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
	32.0	1.9	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0
	34.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1
	38.0	2.2	2.2	2.2	2.3	2.3	2.4

자료: 대신증권 리서치센터

그림 11. 개인의 회전을 회복이 기관/외국인에 비해 빠르게 진행되면서 개인의 매매비중 확대



주: 2015년 4월 회전율은 4월1일 ~ 4월 16일까지의 거래대금을 월기준으로 환산한 것임
 자료: Fnguide 대신증권 리서치센터

표 4. 일평균거래대금 수준에 따른 이익 민감도

일평균거래대금(조원)		8.0	10.0	12.0	14.0	16.0
거래대금(조원)		2,000	2,500	3,000	3,500	4,000
삼성증권	M/S(%)	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
	약정총액(조원)	246	308	369	431	493
	수수료율(%)	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
	1 조당 ROE 1.0%p	345	431	517	603	689
	주식 수수료손익(십억원)	3,427	3,427	3,427	3,427	3,427
	자본총계(십억원)	7.6	9.5	11.4	13.3	15.2
대우증권	M/S(%)	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
	약정총액(조원)	217	271	325	379	433
	수수료율(%)	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
	1 조당 ROE 0.7%p	299	373	448	523	597
	주식 수수료손익(십억원)	4,174	4,174	4,174	4,174	4,174
	자본총계(십억원)	5.4	6.8	8.1	9.5	10.8
NH투자증권	M/S(%)	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
	약정총액(조원)	263	329	394	460	526
	수수료율(%)	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
	1 조당 ROE 0.7%p	319	399	478	558	638
	주식 수수료손익(십억원)	4,378	4,378	4,378	4,378	4,378
	자본총계(십억원)	5.5	6.9	8.3	9.7	11.0
한국금융지주	M/S(%)	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
	약정총액(조원)	228	284	341	398	455
	수수료율(%)	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
	1 조당 ROE 0.8%p	254	317	380	444	507
	주식 수수료손익(십억원)	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
	자본총계(십억원)	6.7	8.4	10.1	11.8	13.4
미래에셋증권	M/S(%)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
	약정총액(조원)	279	349	419	489	559
	수수료율(%)	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
	1 조당 ROE 0.4%p	90	112	135	157	180
	주식 수수료손익(십억원)	2,355	2,355	2,355	2,355	2,355
	자본총계(십억원)	2.9	3.6	4.3	5.1	5.8
키움증권	M/S(%)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
	약정총액(조원)	601	751	902	1,052	1,202
	수수료율(%)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
	1 조당 ROE 1.0%p	96	120	145	169	193
	주식 수수료손익(십억원)	924	924	924	924	924
	자본총계(십억원)	7.9	9.9	11.9	13.8	15.8

주: 유관기관수수료 0.0038% 반영, ROE는 인건비, 관리비 등 제반 비용을 고려하지 않은 주식 수수료 손익을 자본총계 대비로 산출한 것임
 자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

근거 1-2: 신용공여증가에 따른 Brokerage 관련 이자 수익 증가 기대감

신용공여잔고 17.3조
원

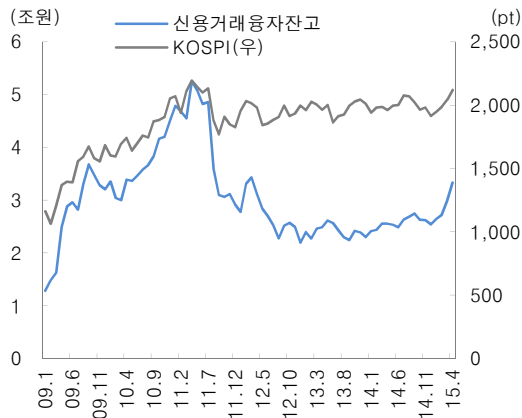
거래용자 7.1조원
담보용자 10.2조원

KOSDAQ의 신용거래
용자 급증

증권사의 신용공여잔고는 2015년 4월 16일 기준 17조 3,110억원으로 2014년 12월 말 대비 20.8% 증가하였다. 신용공여는 신용거래용자와 예탁증권담보용자로 나누어지는데 각각 7조 1,140억원과 10조 1,970억원으로 40.1%, 10.2% 증가하였으며 시장별 신용거래용자 증가율은 KOSPI 31.1%, KOSDAQ 49.1%로 KOSDAQ 중심으로 증가하였다.

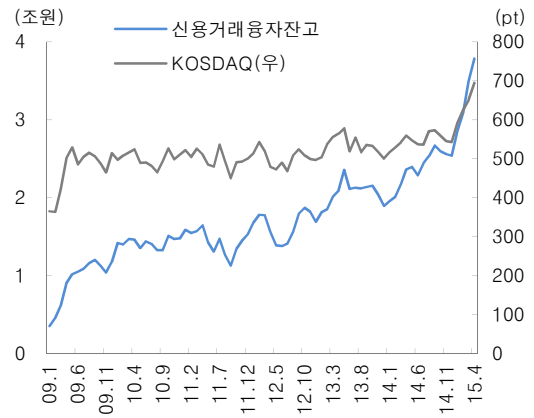
최근 신용거래용자 잔고는 KOSDAQ 시장 강세로 인하여 KOSDAQ 신용거래용자가 급증하면서 나타난 현상이라고 판단된다. 4월 16일 기준 신용거래용자 잔고는 KOSPI가 3.3조원, KOSDAQ이 3.8조원으로 KOSDAQ의 잔고가 많은 상황이며 KOSDAQ 시가 총액 대비 2.0% 수준까지 증가하였다.

그림 12. KOSPI와 신용거래용자 잔고 추이



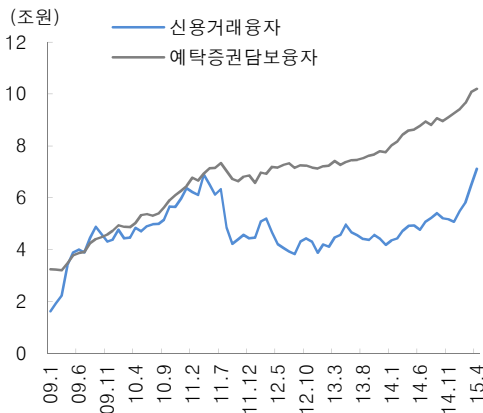
자료: KOFIA, 대신증권 리서치센터

그림 13. KOSDAQ과 신용거래용자잔고 추이



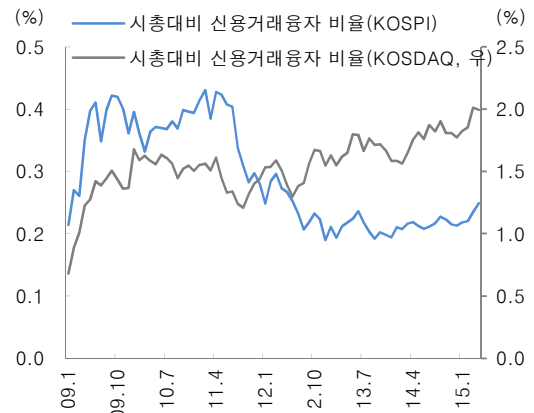
자료: KOFIA, 대신증권 리서치센터

그림 14. 신용공여 잔고 추이



자료: KOFIA, 대신증권 리서치센터

그림 15. 각 시총 대비 신용거래용자 비중 추이



자료: KOFIA, 대신증권 리서치센터

KOSDAQ과 연계된 거래 신용융자는 변동성이 커질 여지 있음

하지만 KOSPI 연계 거래 신용융자 및 예탁증권담보 융자는 확대될 여지 있음

신용공여는 증권사에 매우 중요한 수익원이다. 스프레드 마진이 매우 높기 때문이다. 하지만 시장환경에 영향을 많이 받는다는 특징을 가지고 있어 향후 규모를 추정하기는 쉽지 않다. 신용거래융자의 경우 KOSDAQ과 연계된 잔고는 최근 급증하였고 상/하한가 폭 확대에 의한 증권사들의 대응 방법에 따라 변동성이 커질 여지도 남아 있다고 판단된다. 하지만 KOSPI 관련 신용거래융자는 과거에 비해 여전히 낮은 수준이며 최근 지수 상승에 따라 증가하고 있다는 측면에서 향후 확대 가능성이 있다고 판단되며 예탁증권담보융자의 경우 현 수준 이상으로 확대될 여지도 남아 있다고 판단한다.

표 5. 각 사별 신용거래융자 잔고 및 관련 이자 수익 정리

(단위: 십억원, %)

신용거래 융자 잔고						신용 거래 융자 잔고 시장점유율 추이					
	2010	2011	2012	2013	2014		2010	2011	2012	2013	2014
시 장	5,125	5,226	4,367	4,429	4,999	시 장	5,125	5,226	4,367	4,429	4,999
삼성증권	400	380	279	270	385	삼성증권	7.8	7.3	6.4	6.1	7.7
대우증권	537	515	455	435	501	대우증권	10.5	9.9	10.4	9.8	10.0
NH 투자	330	425	383	365	420	NH 투자	6.4	8.1	8.8	8.2	8.4
한국투자	501	494	432	441	462	한국투자	9.8	9.4	9.9	9.9	9.2
미래에셋	314	297	246	344	443	미래에셋	6.1	5.7	5.6	7.8	8.9
키움증권	390	227	333	392	494	키움증권	7.6	4.3	7.6	8.8	9.9
신용 거래 융자 관련 이자 수익						신용 거래 융자 이자 수익률					
	2010	2011	2012	2013	2014		2010	2011	2012	2013	2014
삼성증권	35	33	23	22	33	삼성증권	8.7	8.8	8.3	8.0	8.6
대우증권	41	43	36	35	38	대우증권	7.6	8.4	7.9	7.9	7.6
NH 투자	26	38	33	32	34	NH 투자	7.8	8.8	8.7	8.8	8.2
한국투자	42	47	39	41	42	한국투자	8.5	9.5	9.0	9.3	9.0
미래에셋	24	28	19	28	33	미래에셋	7.8	9.5	7.9	8.2	7.6
키움증권	41	27	36	40	49	키움증권	10.6	11.8	10.8	10.3	9.8

주: 연간 평균 기준

자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

표 6. 각 사별 예탁증권 담보융자 잔고 및 관련 이자 수익 정리

(단위: 십억원, %)

예탁증권담보 융자 잔고						예탁증권담보 융자 잔고 시장점유율 추이					
	2010	2011	2012	2013	2014		2010	2011	2012	2013	2014
시 장	5,532	6,851	7,143	7,562	8,881	시 장	5,532	6,851	7,143	7,562	8,881
삼성증권	345	465	411	375	565	삼성증권	6.2	6.8	5.7	5.0	6.4
대우증권	357	535	562	681	874	대우증권	6.5	7.8	7.9	9.0	9.8
NH 투자	648	856	871	945	1,116	NH 투자	11.7	12.5	12.2	12.5	12.6
한국투자	395	536	636	692	769	한국투자	7.1	7.8	8.9	9.1	8.7
미래에셋	485	475	472	495	534	미래에셋	8.8	6.9	6.6	6.6	6.0
키움증권	204	209	210	220	231	키움증권	3.7	3.1	2.9	2.9	2.6
예탁증권담보 융자 관련 이자 수익						예탁증권담보 융자 이자 수익률					
	2010	2011	2012	2013	2014		2010	2011	2012	2013	2014
삼성증권	25	33	29	25	30	삼성증권	7.3	7.0	7.0	6.6	5.4
대우증권	24	37	36	42	49	대우증권	6.8	6.9	6.5	6.2	5.6
NH 투자	45	61	61	61	62	NH 투자	7.0	7.2	7.0	6.5	5.5
한국투자	29	42	46	48	51	한국투자	7.2	7.8	7.3	6.9	6.6
미래에셋	43	40	37	36	37	미래에셋	9.0	8.5	7.7	7.4	6.9
키움증권	18	19	18	19	20	키움증권	8.9	8.9	8.8	8.8	8.7

주: 연간 평균 기준

자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

신용거래용자 잔고 증가에 따른 증권사 이익 시뮬레이션

방식:

1) KOSDAQ 신용거래 및 예탁증권담보 용자는 자금의 시총 비중 유지 가정

2) KOSPI 신용거래용자가 09~10년 수준으로 회복된다는 가정

키움증권은 신용공여 한도를 반영하여 산출

예탁증권담보용자의 경우 지속적으로 증가하여 2015년 4월 16일 기준으로 시가총액의 0.7% 수준까지 도달하였고 KOSDAQ 신용거래용자 잔고는 KOSDAQ 시총의 2.0%까지 도달하였다. 반면 KOSPI 신용거래용자 잔고는 시총의 0.2% 수준으로 KOSPI 지수가 신고가를 돌파하고 유동성이 풍부하였던 2009~2010년 0.4%에 비해 낮은 수준을 실현하고 있다.

따라서 우리는 KOSPI 신용거래용자 잔고가 시가총액의 0.4% 수준까지 회복하고 KOSDAQ 신용거래용자는 시총의 2.0%, 예탁증권담보용자는 KOSPI와 KOSDAQ 합산 시총의 0.7% 수준이 유지된다는 가정을 하여 Brokerage 관련 이자수익을 추정하였다.

이익 시뮬레이션에서 키움증권의 신용공여 M/S가 하락하는 것으로 가정한 이유는 신용공여의 한도가 자기자본의 100%로 정해져 있기 때문이다. 따라서 예탁증권담보용자와 신용거래용자 잔고가 자기자본을 초과할 수 없다. 2014년 12월 기준 동사의 자기자본은 9,275억원이며 이익 증가에 따른 자본증가를 감안하여 9,000억원을 동사의 신용공여 한도로 가정하였다. 실제로는 신용거래용자를 늘리고 예탁증권담보용자를 줄여 전체 한도를 맞추겠지만 민감도 분석의 편리성을 위해 신용거래 용자의 M/S가 하락하는 것으로 계산하였다. 이는 신용거래용자의 수익성이 높고 저축은행 신용 연계시 예탁증권담보용자의 경우 저축은행 자본 규제에 적용되지 않기 때문이다.

표 7. 2015년 4월 16일 잔고기준/09~10년 KOSPI 신용공여 비율 기준 시뮬레이션

(단위: %, 십억원)

		삼성증권	대우증권	NH투자	한국투자	미래에셋	키움증권
2014년	예탁증권담보 이자수익	30	49	62	51	37	20
	신용거래 이자수익	33	38	34	42	33	49
	이자수익 합계	63	87	96	92	70	69
2015년 4월 16일 잔고 기준 가정시	예탁증권담보 신용 용자	649	1,004	1,281	883	614	266
	M/S(2014년 수치 적용, %)	5.4	5.6	5.5	6.6	6.9	8.7
	예탁증권담보 이자수익	35	56	71	58	43	23
	신용거래 용자	547	713	597	657	630	634
	M/S(2014년 수치 적용, %)	7.7	10.0	8.4	9.2	8.9	8.9
	신용거래 이자수익	47	54	49	59	48	62
	이자수익 합계	82	110	120	117	90	85
	2014년대비 증가율(%)	29.1	26.8	24.6	27.2	27.9	24.4
KOSPI 신용 용자의 시 가총액대비 비중을 09~10년 수준으로 가정시	예탁증권담보 신용 용자	649	1,004	1,281	883	614	266
	M/S(2014년 수치 적용, %)	5.4	5.6	5.5	6.6	6.9	8.7
	예탁증권담보 이자수익	35	56	71	58	43	23
	신용거래 용자	682	888	745	819	785	634
	M/S(2014년 수치 적용, %)	7.7	10.0	8.4	9.2	8.9	7.2
	신용거래 이자수익	58	67	61	74	59	62
	이자수익 합계	93	124	132	132	102	85
	2014년대비 증가율(%)	47.4	42.1	37.1	43.1	44.5	24.4

주: 신용공여는 자기자본의 100%를 한도로 제공할 수 있음. 따라서 키움증권의 경우 자기자본의 95%수준인 약 9,000억원을 신용공여 제공의 한도로 적용하였음
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

근거2: 경쟁 금융사의 금리 경쟁력 약화로 증권업종으로의 머니무브 기대감

머니무브에 대한 기대감은 증권업종 Valuation 변동성 확대 요인

증권업종으로의 머니무브에 대한 기대감은 증권업종 Valuation 변동성을 확대하는 요인으로 작용할 수 있다고 판단된다.

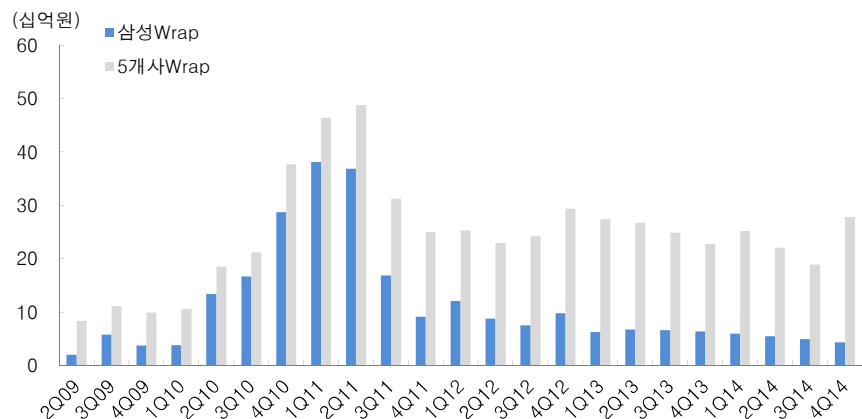
이는 증권업의 특성 때문이다. Brokerage 및 단순금융상품 판매의 경우 증권사가 부담하는 Risk는 미미하고 고정비(인건비 등) 증가는 제한적이기 때문에 수익이 빠르게 증가하게 된다. 무엇보다도 한국의 금융자산 비중은 전세계적으로 낮은 수준이며 금융자산 중에서 금융투자상품의 비중 역시 매우 낮은 수준이기 때문에 자금 이동이 가시화된다면 증권사의 이익은 크게 증가할 수 있기 때문이다.

기준금리 인하가 추가적으로 진행된다면 은행과 보험의 금리 경쟁력은 더 하락할 것이고, 글로벌 주식시장의 강세가 이어지고 있어 개인들의 자금 이동 가능성이 커지고 있다는 점을 감안할 때 머니무브에 대한 기대감은 상당기간 증권업종 Valuation 할증의 근거로 작용할 것으로 전망된다.

2010년 자문형 Wrap 자금 유입 급증

과거 case를 보면 2010년 자문형 Wrap으로 자금이 몰리며 증권업종으로의 머니무브에 대한 기대감이 커졌던 시기가 있었다. 그 당시 삼성증권의 Wrap 판매 실적이 가장 우수하였으며 업계의 Wrap 관련 수수료 수익이 빠르게 증가하였다. 주식시장은 강세였고 Wrap의 수익률은 매우 우수하였으며 이로 인하여 시중 자금 유입이 빠르게 진행되었다.

그림 16. 2010~2011년까지 Wrap 관련 수수료 수익 급증



주: 5개사는 대우, NH, 한국, 미래, 키움임
자료: 각 사, 대산증권 리서치센터

2010년 자문형 Wrap 자금 유입 구간에서 증권사 Valuation multiple 급등

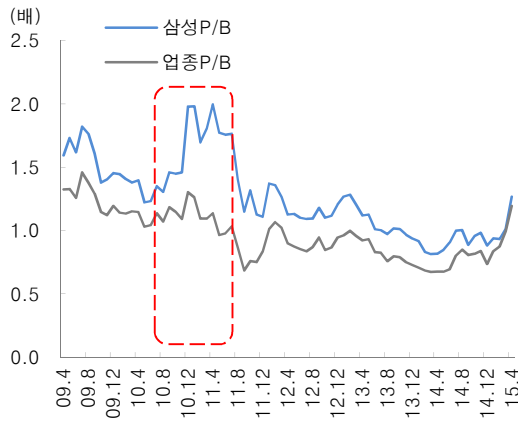
자문형 Wrap 판매가 증가하는 구간에서 증권업종의 P/B valuation multiple은 상승하였다. 특히 개인 고객 대상의 Wrap 판매가 빠르게 증가한 삼성증권의 경우 P/B 2.0배 수준까지 급등하였다.

ROE 상승보다 높은 수준

사실 이 구간의 증권사 ROE를 보면 직전분기에 비해 상승하였지만 Valuation multiple 상승을 설명할 정도의 상승은 아니었다고 판단된다. 그럼에도 불구하고 주가가 빠르게 상승한 이유는 전술한 바와 같이 머니무브에 따른 증권사의 수익성 개선에 대한 기대감이 주가에 빠르게, 그리고 높게 반영되었기 때문이라고 생각한다.

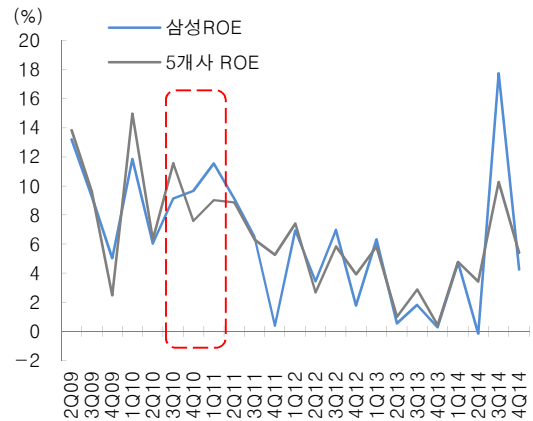
머니무브에 대한 기대감 때문이라고 판단

그림 17. Wrap 증가, 증권사 Valuation Multiple 상승



자료: BOK, 대산증권 리서치센터

그림 18. 동기간 동안 ROE 측면의 변화는 크지 않았음



자료: 각 사 대산증권 리서치센터

2007년은 증권사가 최고 수준의 multiple을 받은 구간

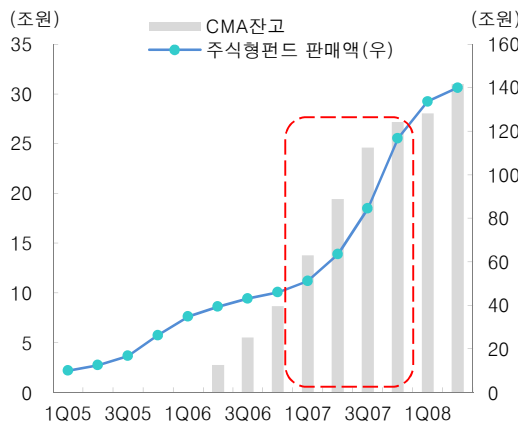
2007년은 증권사가 최고 수준의 multiple을 받았던 구간이었다. 2007년 1월 1.2배 수준의 multiple이 2007년 10월에는 2.5배 수준까지 급등하였다. KOSPI 뿐만 아니라 전세계 증시가 강세를 보였으며 주식형 수익증권 판매가 급증하며 단기적인 증권사 이익 증가 뿐만 아니라 중기적 관점의 머니무브에 대한 기대감이 반영되었기 때문이라고 판단한다.

머니무브 기대감 정책 기대감

정책적 이슈로는 자본시장법이 있었다. 당시 자본시장법에 기대하였던 효과가 아직까지 증권업종에 나타나지는 않았지만 시행 당시 기대감은 주가에 크게 반영되었다. 2015년에는 한국형 ISA(개인종합자산관리계좌)와 핀테크 관련 정부안 발표가 각각 5월, 6월에 있을 예정이며 이는 단기적으로 증권업종의 Valuation을 높이는 결과를 만들 것으로 예상된다.

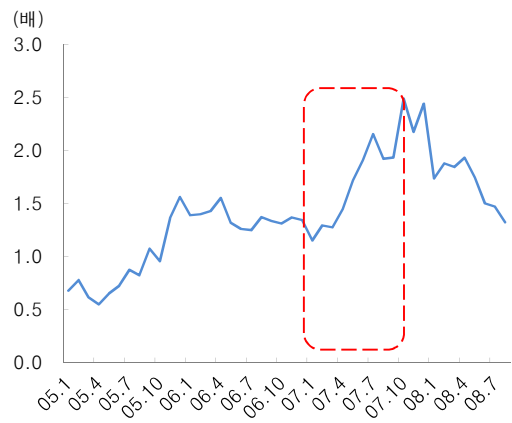
2015년도 동일한 상황

그림 19. 2007년 주식형펀드, CMA 잔고 급증



자료: KORIA, Infomax, 대산증권 리서치센터

그림 20. 증권업종 P/B multiple 급증



자료: 각 사 대산증권 리서치센터

2015년:

ELS 판매 증가로 머니
무브에 대한 기대감 발
생

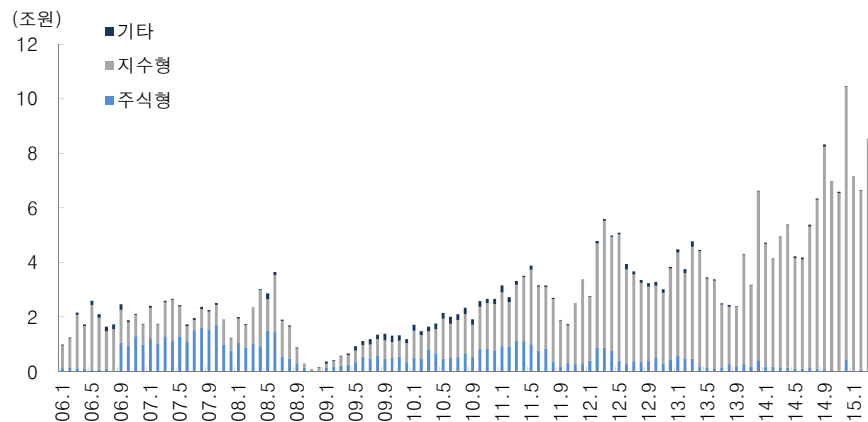
ISA 시행시
ELS의 배당소득세 이
연 및 금융소득종합과
세 회피할 수 있음

따라서 해외펀드와 함
께 증권사로의 자금 이
동의 Key 상품이 될
것으로 전망

중위험상품인 ELS의 발행이 지속적으로 확대되고 있다. 지수형 ELS의 최근 안정적인 수익이 확인되며 자금이 몰린 것도 이유이지만 보험권의 저축성보험의 공시이율 인하, 기준금리 인하에 따른 은행권의 저축성 예금금리 하락으로 증권사가 판매하는 투자형 상품의 매력에 증가한 것이 중요한 원인으로 판단된다.

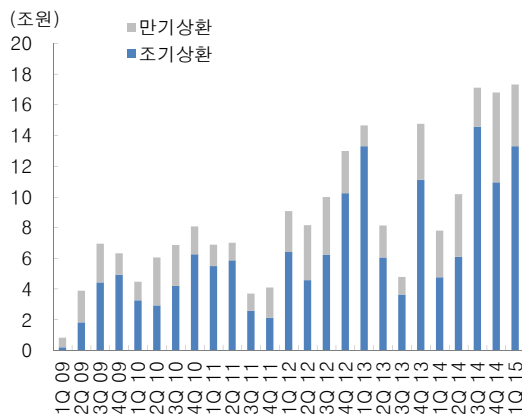
최근 ELS 발행이 크게 증가하였지만 우리는 증권사의 ELS 판매는 확대될 여지가 크다고 판단한다. 경쟁 금융사 대비 높은 금리(수익률) 매력 뿐만 아니라 한국형 ISA(IWA: 개인종합자산관리계좌) 시행시 ELS의 매력이 더 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 현재 ELS로부터 발생하는 이익은 배당소득으로 간주되어 15.4%의 배당소득세가 원천징수되며 금융소득종합과세 대상에 포함된다. 그 결과 고액 자산가들의 투자가 위축되어 왔다고 생각한다. 현재 논의 중인 ISA에 파생결합증권이 포함될 가능성이 높으며 이 경우 배당소득세 이연 및 금융소득종합과세를 회피할 수 있어 해외펀드 투자와 함께 자금 이동의 Key 상품이 될 것으로 전망된다.

그림 21. 기초자산 유형별 ELS 발행 현황



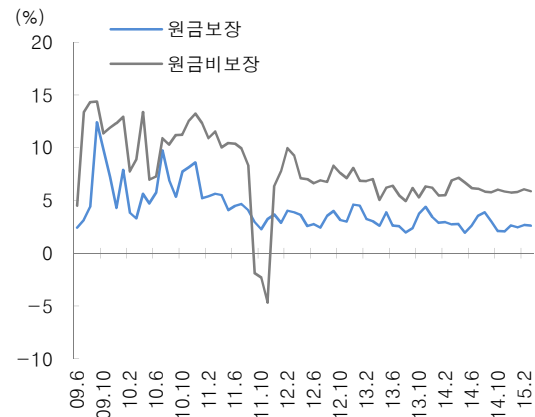
자료: 예탁결제원 대신증권 리서치센터

그림 22. ELS 상환 현황



자료: 예탁결제원 대신증권 리서치센터

그림 23. 지수형 ELS의 수익률 추이



자료: 예탁결제원 대신증권 리서치센터

표 8. 주요국의 개인종합자산관리 계좌

	영국 ISA	일본 NISA	한국 MA
도입시기	1999년 4월	2014년 1월	2016년 예정
대상	"16세 이상 거주자 (증권형은 18세 이상 거주자)"	20세 이상 거주자	미정
투자대상	예금, 채권, 주식, 펀드	주식, 펀드	"예적금, 펀드, 파생결합증권 등 (상장주식 제외)"
비과세한도	"연간 15,000 파운드 (약 2400만원)"	"연간 100 만엔 (약 910만원)"	"약 2400만원 예정 (영국의 경우와 비슷한 수준)"
세제혜택	모든 수익 비과세	배당, 양도소득 비과세	이자, 배당소득 등 비과세
유효기간	2008년부터 영구화	"계좌개설은 5년간, 비과세기간은 최장 10년간"	미정

주: "자본시장 활성화를 통한 국민 재산증대 및 국가재정 건전화를 도모하는 세제개편 방향" 세미나 자료에서 인용
자료: 대신증권 리서치센터

ELS 시장 확대는 대형
사만의 잔치가 될 가능
성 높음

ELS 등 파생결합증권 시장 확대는 대형증권사만의 잔치가 될 가능성이 높다고 판단된다. 근거는 레버리지 비율 때문이다. 감독당국의 증권사 레버리지 비율 규제는 1,100%이며 2년 연속 적자를 시현할 경우 900%이다. 하지만 적자가 발생하지 않더라도 900% 이상인 경우 해소 방안 제출을 요구하고 있어 사실상 900%가 상한이라고 판단된다.

레버리지 비율 규제 때
문

레버리지 비율 = 총자산/자기자본

총자산 차감항목: 투자자예탁금별도 예치금, 위탁매매미수금, 대손준비금

자기자본 차감항목: 대손준비금

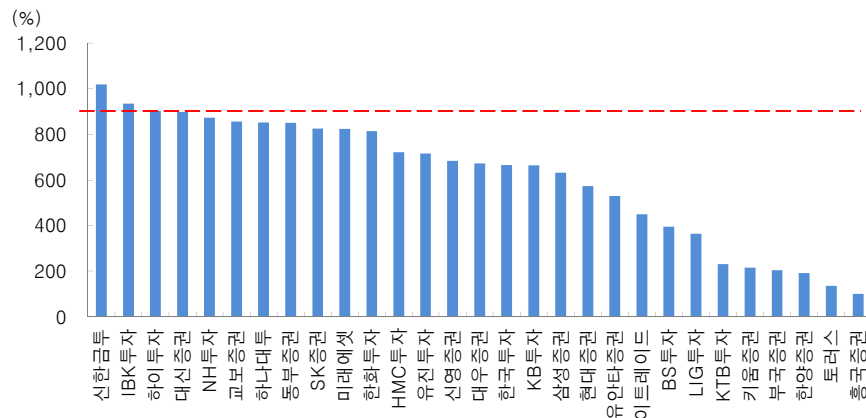
ELS 시장 확대는 대형
사만의 잔치가 될 가능
성 높음

중소형 증권사의 레버리지 비율이 대형사에 비해 높은 상황이며 일부 대형사의 경우에도 높은 상황이다. 반면 현대증권, 대우증권, 삼성증권, 한국투자증권 등은 레버리지 비율 900%를 기준으로 할 때 7.4~10조원의 판매 여력이 남아 있는 상황이다. 따라서 ELS 시장의 추가 성장은 많은 판매 여력을 가지고 있는 대형사 중심으로 이루어질 가능성이 높다고 생각된다. 일부 회사의 경우 현재의 레버리지 비율은 높지만 매도 RP 잔고를 많이 보유하고 있어 수익성이 낮은 매도 RP 잔고를 줄이면서 대응 가능하다고 판단된다.

레버리지 비율 규제 때
문

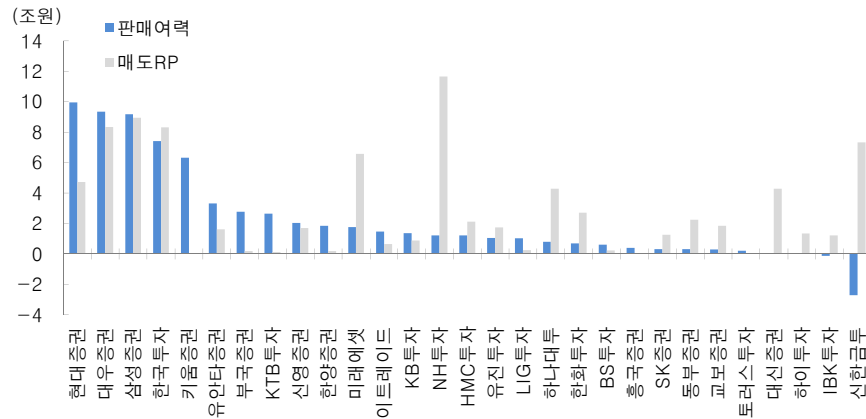
결국 자본규모가 큰 중/대형사만 이번 ELS 시장 성장의 수혜를 볼 수 있을 것이다.

그림 24. 2014년 12월말 기준 레버리지 비율



자료: KOFIA, 대신증권 리서치센터

그림 25. 레버리지 비율 900% 기준 잔여 판매 여력 및 매도 RP 잔고 추이



주: 매도 RP 축소를 통해 파생결합증권 판매를 늘릴 수 있기 때문에 매도 RP 역시 판매 여력의 일부분이라고 생각됨
 자료: KOFIA, 대산증권 리서치센터

ELS/DLS 판매 증가는
증권사 수익기반 확대
라는 측면에서 매우 긍
정적

ELS/DLS 등 파생결합증권의 판매 확대는 2007년의 주식형 수익증권, 2010년의 Wrap 보다는 이익 측면에서 단기간에 효과가 나타나지 않겠지만 증권사의 수익기반 확대라는 측면에서 매우 의미가 있을 것으로 판단된다.

Wrap이나 주식형 수익
증권에 비해 초기 인식
수수료는 적음

ELS/DLS의 경우 초기상황이 발생하지 않으면 관련 이익이 일할로 만기까지 반영되는 구조이기 때문에 선취 수수료가 상대적으로 높았던 주식형 및 Wrap에 비해 초기 이익 인식은 적게 발생할 것으로 예상된다. 하지만 주식형 수익증권은 자산운용사의 상품을 판매 대행한 것이고 Wrap의 경우 자문사 연계형이 주력이었다는 점에서 차이점은 있다고 생각한다. ELS/DLS는 증권사 고유의 상품이기 때문이다.

하지만 증권사 고유 상
품이며 ELS 판매의 경
우 증권사만의 수혜이
기 때문임

2007년 주식형 수익증권 판매가 급증할 시기에 증권사의 판매수익도 증가하였지만 은행의 판매수익이 더 크게 증가하였다. Retail 판매 채널에서 경쟁력을 보유하고 있었기 때문이다. 즉 주식형 수익증권 판매라는 것을 은행과 증권이 나누어 향유하였다는 것이다. 하지만 ELS 판매 증가는 증권사만의 수혜가 될 수 있을 것으로 생각한다. 은행이 ELB(원금보장형 상품)는 만들 수 있지만 ELS는 만들 수 없어서 증권사가 만든 ELS를 판매할 것이기 때문이다.

2007년/2010년과 같
이 증권사 Valuation
multiple 상승 여력 발
생

따라서 ELS 판매가 ISA 시행과 더불어 크게 증가한다면 증권업종의 경상적 ROE 개선의 기대감으로 Valuation multiple이 상승할 것이며 판매 여력이 많고 상품 개발 능력이 높은 대형 증권사 중심으로 Valuation 프리미엄이 적용될 여지가 높다고 판단된다.

근거3: 1.25% 수준의 기준금리에 대한 기대감

기준금리 1.5% 가정시
2분기 채권평가이익은
크지 않을 것으로 전망

4월 17일 기준 국고 1년물과 3년물의 금리는 각각 1.678%, 1.691%이다. 기준금리 1.75%보다 낮은 수준이다. 이는 기준금리 1.5%에 대한 기대감이 채권시장에 반영된 결과라고 판단된다. 4월 금통위에서 기준금리가 1.75%로 동결되었지만 경제성장률 전망치를 기존 3.4%에서 3.1%로, 물가상승률 전망치를 1.9%에서 0.9%로 하향하였다. 이로 인하여 상반기 중 추가 25bp 기준금리 인하 가능성이 매우 높아졌으며 3분기 추가 인하 가능성까지 조심스럽게 언급되고 있는 상황이다.

하지만 2분기 중 기준
금리가 1.5%로 인하되
고 추가 인하 기대감이
반영된다면 추가적인
채권평가이익 기대 가
능

증권사의 1분기 어닝서프라이즈에는 채권금리 하락에 따른 채권평가이익이 큰 역할을 하였다. 하지만 3월말 기준 국고 1년물, 3년물 금리가 각각 1.722%, 1.721%까지 하락하였기 때문에 1.5%의 기준금리를 감안하여도 2분기에 발생할 수 있는 채권평가이익의 규모는 1분기에 비해 크게 감소할 수 밖에 없는 상황이었다.

하지만 6월 이전 기준금리 25bp 인하가 현실화되고 3분기 추가 인하 가능성이 커진다면 채권금리의 추가하락이 2분기 중에 진행될 수 있으며 이로 인하여 2분기 증권사 이익의 증가 가능성이 발생할 것이다.

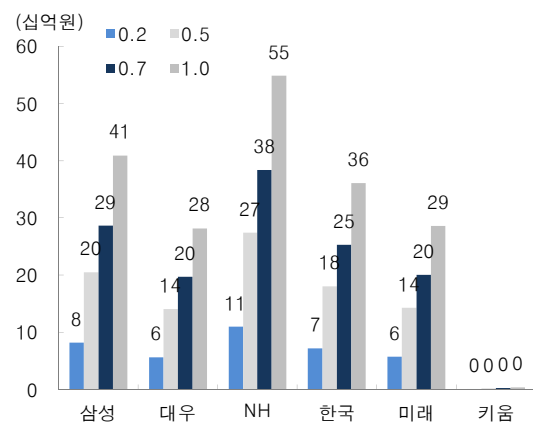
기준금리 인하는 회전율과 채권평가이익에 영향을 줄 것이며, 경쟁 금융사들의 금리 경쟁력 약화에도 영향을 주는 증권업종에 매우 중요한 변수이다.

그림 26. 국고채권 금리가 기준금리보다 낮은 상황



자료: BOK, 대신증권 리서치센터

그림 27. 듀레이션별 채권평가이익 추정(30bp 하락 가정)



자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

표 9. 2014년 12월말 기준 보유채권규모

(단위: 십억원)

	당기손익인식증권	매도가능증권	계
삼성증권	13,656	1,767	15,423
대우증권	9,392	7,033	16,425
NH투자증권	18,300	912	19,212
한국투자증권	12,039	17	12,056
미래에셋증권	9,537	1,213	10,750
키움증권	127	0	127

주: 별도 기준

자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

III. Valuation에 프리미엄이 적용될 수 있는 구간

회전율, 금리, 금융상품, 정책 모든 측면에서 증권업종에 우호적인 상황

증권업종 Valuation 프리미엄의 근거

현재 주식시장의 환경은 증권업종의 Valuation에 긍정적 기대를 반영할 수 있는 상황이라고 판단된다.

- 1) 기준금리 인하/주가지수 고점 돌파 시도 등으로 회전율 상승 및 신용공여 증가가 나타나며 Brokerage 관련 이익이 증가할 것으로 예상
- 2) 경쟁 금융사의 금리 경쟁력 약화로 증권사의 ELS 등의 상품 경쟁력이 제고되고 있으며 ISA 등에서 파생결합증권의 과세 이연이 현실화될 경우 ELS 판매는 추가적으로 증가할 것으로 전망됨. 이는 과거 2007년/2010년과 같이 증권사의 수익기반 확대 기대감으로 연결되며 Valuation 프리미엄 근거로 작용할 수 있을 것으로 전망
- 3) 한국은행의 기준금리 추가 인하에 대한 기대감이 확대될 경우 추가적인 채권평가 이익이 확보될 것이며 전술한 1), 2)의 효과가 확대될 여지가 발생할 것으로 전망

표 10. 증권업종 환경 변수 점검

	2007년	2009년	2010년	2011년	2015년
글로벌 주가 상승 (위험자산선호)	글로벌 증시 강세	2008년 급락 후 반등	Box 권 흐름	하반기 급락	신고가 경신
기준금리 (유동성/채권평가이익)	50bp 인상	2008년말부터 325bp 인하	50bp 인상	75bp 인상	2014년 하반기부터 75bp 인하
증권사로 자금이동 (증권사 상품경쟁력)	펀드 판매 급증 CMA 잔고 급증	직접투자 급증	Wrap 판매 급증		ELS 판매 급증 해외투자확대
제도적 이슈	자본시장법				ISA/핀테크

자료: 대신증권 리서치센터

커버리지 증권사의 2015년 순이익 전망치 상황

증권업종 Valuation 프리미엄의 근거

전술한 내용을 기반으로 2015년 일평균거래대금을 8.8조원으로 21.6% 상향하고 연말기준 신용공여잔고를 19.3조원(예탁증권담보 용자 10.4조원, 신용거래 용자 8.9조원)으로 상향한다. 한국형 ISA 도입에 따른 ELS 판매 증가는 아직 제도가 발표되기 전이기 때문에 반영하지 않았다. 다만 이 부분은 Valuation multiple에 반영할 예정이다.

이를 반영한 커버리지 증권사의 2015년 순이익은 1조 7,415억원으로 기존 전망치 대비 23.6% 상향한다.

표 11. 2015년 순이익 전망 상황

(단위: 십억원, %)

	삼성증권	대우증권	NH투자	한국금융	미래에셋	키움증권
2015년 신규 연결 순이익 전망	339	370	337	350	218	128
2015년 기존 연결 순이익 전망	274	315	244	278	190	108
상향폭	23.7	17.5	38.2	25.8	14.6	18.4

자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

표 12. 커버리지 증권사 투자의견 및 목표주가 변경

	삼성증권	대우증권	NH 투자	한국금융	미래에셋	키움증권
투자의견	매수	매수	매수	매수	시장수익률	시장수익률
목표주가 (원)	80,000	20,000	20,000	87,000	64,500	85,000
상승여력(%)	21.4	19.8	21.2	21.7	3.7	9.0
Target P/B(배)	1.6	1.5	1.2	1.5	1.1	1.8
지속가능 ROE(%)	9.0	8.2	7.3	10.8	8.4	12.4
Ke(%)	6.0	6.0	6.0	6.5	7.5	7.5
기존 투자의견	매수	매수	시장수익률	매수	시장수익률	시장수익률
기존 목표주가(원)	58,000	15,000	14,500	70,000	56,000	73,000

자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

증권사 Valuation Overshooting 수준은 과거 자본비용으로부터 산출 가능

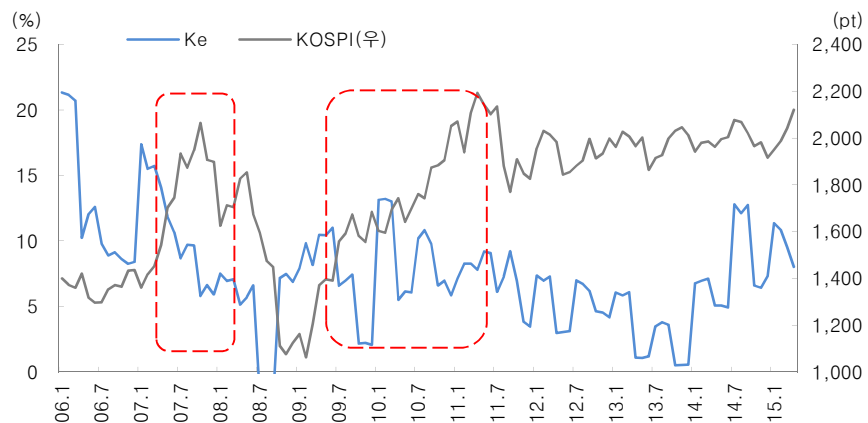
Valuation
overshooting의 한계
2007년, 2009~2010
년 자본비용으로 유추

우리는 ISA 제도 확정 이후 ELS/해외펀드 등 배당소득세 절세를 위한 머니무브가 발생할 경우, 그리고 KOSPI 신고가 돌파에 따른 회전을 상승으로 거래대금이 급증할 경우 증권업종 주가의 Overshooting이 발생할 가능성이 있다고 생각한다. 과거 2007년과 2009~2010년에 증권업종 주가가 ROE 개선보다 빠르게 상승하며 역으로 산출되는 자본비용이 하락한 경험이다. 이는 미래 이익 증가에 대한 기대감이 Valuation 프리미엄으로 반영된 결과라고 생각한다.

Ke 5% 내외 수준으로
판단

2015년에도 우리가 예상하고 있는 이벤트들이 현실화될 경우 지금 8% 수준인 자본비용이 2007년, 2009~2010년 수준인 5% 내외로 하락할 수 있으며 이 수준이 증권업종 주가의 상단을 만들 것으로 생각한다.

그림 28. 머니무브 기대(2007), 회전을 상승/신고가 돌파(2009~2010) 구간에서 자본비용 급락



주: 2012년 이후 자본비용이 하락한 이유는 ROE가 크게 하락하였지만 주가가 ROE 하락에 비해 적게 하락하였기 때문이다
자료: 대신증권 리서치센터

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:강승건)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대)

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립)

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소)

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수)

:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률)

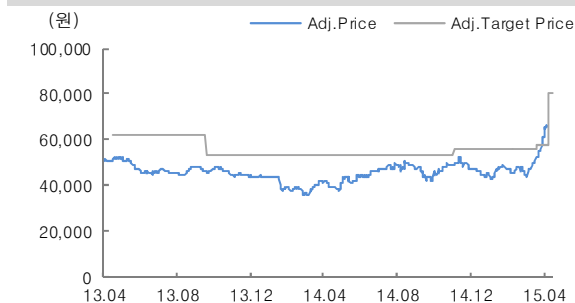
:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회)

:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

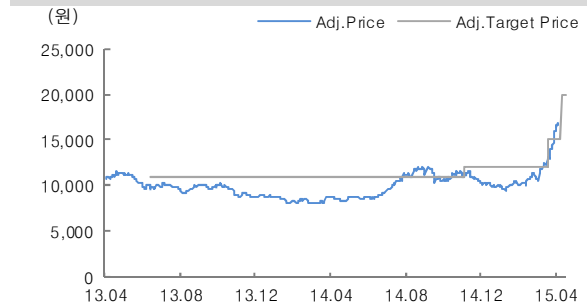
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성증권(016360) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	150420	150331	150111	141127	141116	140706
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Marketperform
목표주가	80,000	58,000	56,000	56,000	56,000	53,500
제시일자	140511	140206	140115	131110	131006	130704
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	53,500	53,500	53,500	53,500	53,500	62,000
제시일자	130505					
투자의견	Buy					
목표주가	62,000					
제시일자						
투자의견						
목표주가						

대우증권(006800) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

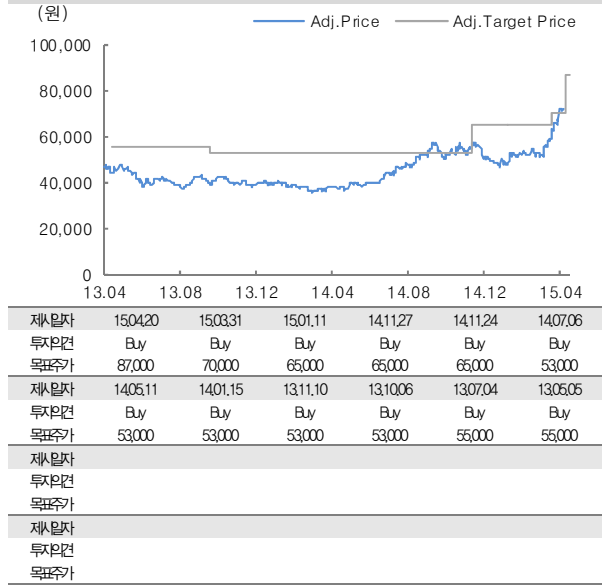


제시일자	150420	150331	150111	141127	141117	140706
투자의견	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	20,000	15,000	12,000	12,000	12,000	11,000
제시일자	140115	131110	131006	130704		
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform		
목표주가	11,000	11,000	11,000	11,000		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

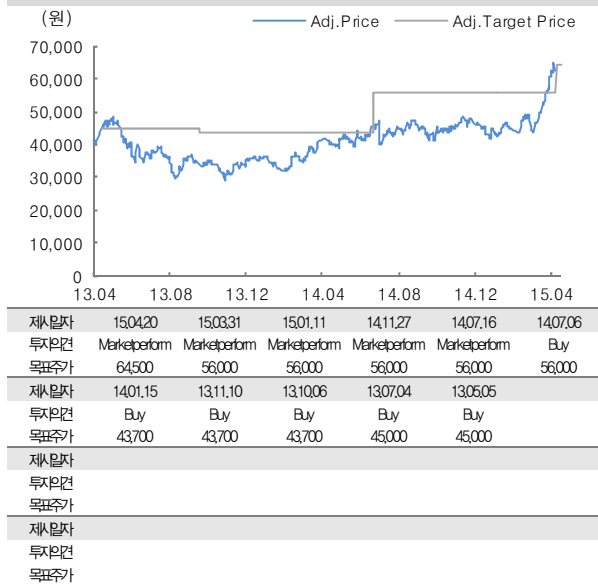
NH투자증권(005940) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



한국금융지주(071050) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



미래에셋증권(037620) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



키움증권(039490) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

