

박진형

(02)3770-5658
jinhyoeng.park@yuantakorea.com



증권

증권주, 기술적/제도적/Valuation 측면에서 관심 가질 시점

증권 (OVERWEIGHT)

종목	투자이견	목표주가 (원)
키움증권	BUY (M)	80,000 (M)
대우증권	BUY (M)	18,000 (M)
NH투자증권	BUY (M)	15,000 (M)

What's new?

- 증권주, 2016년 들어 시장대비 부진한 주가 흐름

Our view

- 둘러봐야 할 것: 1) 증권사 이익지표 바닥권, 2) 제도적 측면에서 규제 완화(금융위, 거래소), 3) Valuation, 2013년 이후 최저 수준
- 증권주 주변 환경 및 자체적인 이익 수준 감안하면 반등 시점, 증권주 매수 추천

증권주, 2016년 들어 시장대비 부진한 주가 흐름 2016년 들어 증권주는 시장(KOSPI) 대비 부진한 주가 흐름을 보였다. 중국의 경기 부진과 미국의 금리인상 우려 등 글로벌 매크로 불확실성에 기인한 증시 불안이 주가에 반영되며 연초대비 13.4% 하락했으며 이는 KOSPI 대비 9.2%p 초과 하락한 수준이다. 우리는 증권주 부진이 세 가지 측면에서 지속되지 않을 것으로 전망한다.

둘러봐야 할 것: 1) 기술적 이익지표 바닥권 먼저 기술적 측면에서 증권사 이익지표는 바닥권에 있다는 판단이다. 일단 1월 일평균거래대금은 8.3조원까지 하락했다. 이는 중국증시 급락으로 시장 거래가 급감했던 지난 9월 8.1조원, 연말 계절적 요인으로 급감했던 12월 7.1조원을 제외하면 2015년 3월 이후 최저 수준이다. 특히 주식시장의 활동성을 반영하는 시가총액회전율(KOSPI기준)은 2014년 1월 이후 최저 수준인 0.33%까지 하락했다. 전반적인 주식 선호현상이 훼손될 정도의 상황이라 하면 현재의 이익지표는 바닥권이다.

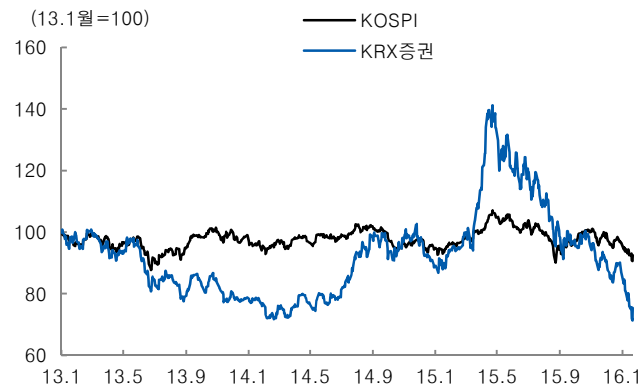
둘러봐야 할 것: 2) 제도적 측면에서 규제 완화 금융위의 자본시장법 시행령 및 하위규정 개정 추진(1/20)과 한국거래소 2016년 주요 사업계획(1/21) 등 자본시장 규제완화 기조는 자본시장 및 증권사에 긍정적이다. 먼저 자본시장법 개정안은, 1) 효율적인 기업금융 서비스 강화, 2) 전문투자자 중심시장, 사모시장 등 새로운 시장 활성화, 3) 담보증권 재활용, 복합접포 수수료 자율화, 각종 보고 및 인가 규제 완화 등은 영업자율성 및 신규 사업영역 확대 측면에서 증권사에 긍정적이다. 또한 한국거래소가 추진하겠다고 밝힌 증권시장 매매거래시간 연장 및 거래소 IPO(2017년 상반기 완료 목표)는 수수료 수익 확대, 지분 매각 차익 인식 등 증권사 이익 확대 관점에서 긍정적이다. 거래시간이 30분 연장된다면 증권사 ROE가 0.89%p 개선되는 효과가 있다.

둘러봐야 할 것: 3) 2013년 이후 최저 수준의 Valuation 최근의 주가 하락으로 KRX증권업지수의 PBR은 2013년 이후 최저 수준을 경신했다. 현재 PBR은 0.64배 수준으로 2013년 이후 최저 수준이며 2013년 이후 평균 0.82배와 비교해 22.3% 할인되어 거래되고 있다. 반면 주요증권사 평균 ROE는 2013년을 바닥으로 개선 추세(FY2013 1.0%-2014년 5.4%-2015년 예상 8.8%)에 있다. 물론 2015년 상반기와 비교하면 2016년 이익모멘텀은 둔화될 것으로 예상(2016년 예상 7.4%)되나 최근의 주가 하락으로 인한 Valuation이 최악의 수익성을 보이던 2013년은 물론 이후 평균에 크게 미치지 못한다는 점은 분명 과도하다는 판단이다.

증권주, 전후좌우 감안하면 반등 시점 증권주를 둘러싼 환경(둘러봐야 할 것 1)~3)) 및 자체적인 이익 체력(지속가능 수익성)을 감안하면 최근의 주가 하락은 과도하다는 판단이다. 당사는 현재 상황을 '적어도 단기적인' 증권주 반등이 예상되는 시기로 판단하고 있으며 증권주(Top-pick: 키움증권, 단기적 관점: 대우증권, NH투자증권)를 매수하는 전략을 추천한다.

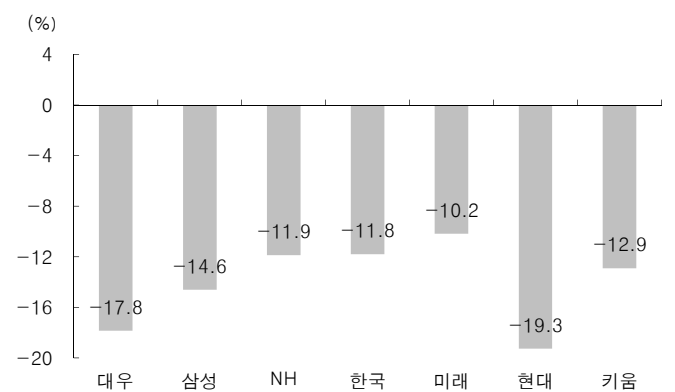
최근 홍콩 HSCEI지수 급락에 따른 ELS Knock-in이 일부 발생하며 증권사 및 투자자 손실에 대한 우려가 있으나, 1) 현재 발행된 HSCEI 기초 발행량의 약 97% (금융위 추산)가 2018년 이후 만기 도래하고, 2) 기간 내에 지수가 회복하면 투자자 손실이 발생하지 않으며, 3) 증권사 평균 NCR이 486.7% (2015년 9월말)에 달해 자본의 안정성도 문제가 크지 않다는 판단이다.

[그림 1] KOSPI와 KRX 증권업지수 추이



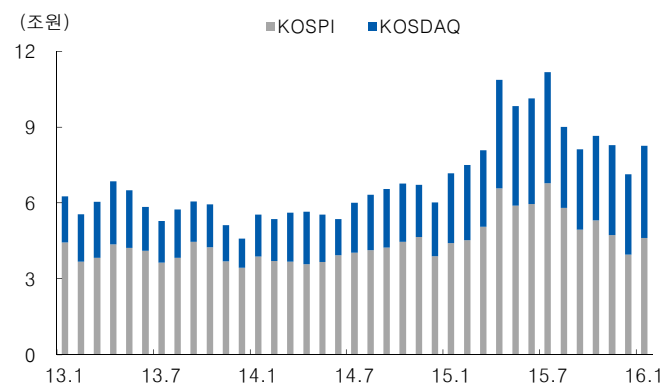
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 주요증권사 2016년 1월 주가수익률 비교



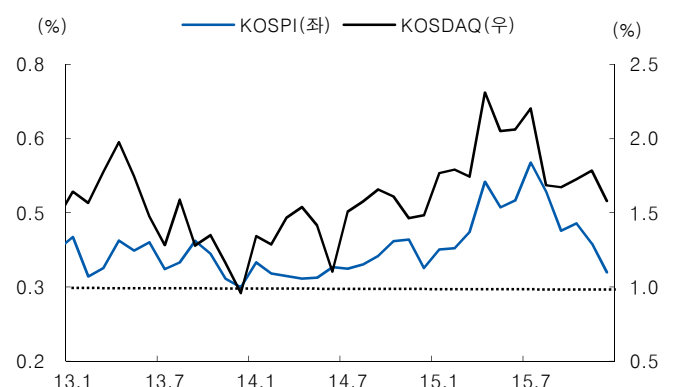
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] KOSPI와 KOSDAQ 일평균거래대금 추이



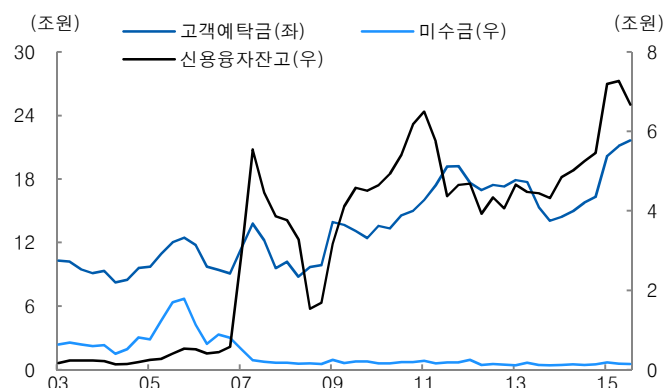
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] KOSPI와 KOSDAQ 시가총액회전을 추이



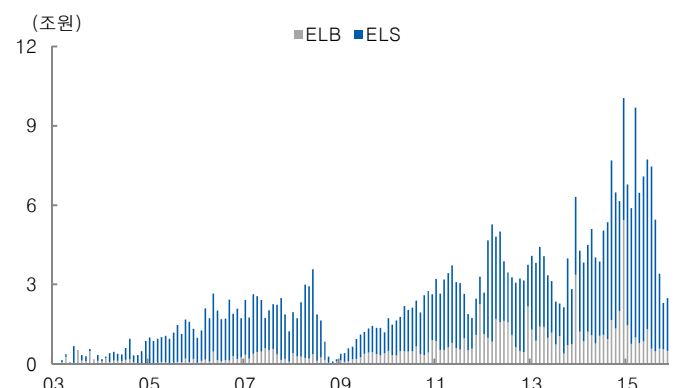
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 증시주변자금 동향



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] ELS/ELB 발행금액 추이



자료: 금융투자협회

[표 1] 금융개혁을 위한 자본시장법 시행령 및 하위규정 개정 추진 요약

시행령	주요 내용
종합금융투자사업자 기능 강화	- 지금보증, 기업금융업무와 관련하여 이루어지는 만기 1년 이내의 신용공여는 신용공여 한도(자기자본 100%) 산정시 제외 - 거래소에서 형성된 가격을 이용한 상장주식 장외 대량주문 매칭서비스 금융투자사업자의 신규 업무로 추가
전문투자자 범위 확대 및 사모시장 활성화	- 개인과 외부감사대상 주식회사에 대한 전문투자자 요건을 완화, 개별법상 집합투자기구를 전문투자자 범위에 추가 - 공/사모 판단시 모든 전문투자자를 청약권유 합산 대상에서 제외 - 적격기관투자자 전용 사모채권에 대한 규제 완화
정보교류차단장치 완화	- 기업금융업무와 타 업무영역간 시너지 제고를 위한 규제 합리화 - 종합금융투자사업자 전담증개업무부서가 전문투자자 대상 증권 대차업무와 공매도 주문 수탁업무를 함께 처리할 수 있도록 허용 - 자산운용사의 창의적 업무수행을 지원할 수 있도록 집합투자업 관련 정보교류차단장치 정비
ETF 시장 활성화	- ETF에 투자하는 재간접펀드 활성화: 1) 발행총수 50%까지 투자 한도 허용, 2) 자산총액 100%까지 투자 가능한 펀드의 범위 ETF 추가 - 손실 금액이 제한되는 등 일정요건을 충족하는 ETF에 한해 파생상품 위험평가액 한도를 확대(100%→200%) - ETF 기초지수 요건을 완화해 기초지수 구성종목수가 200종목 이상인 경우 시가총액 75%에 해당하는 종목 기준으로 최저 규모요건 판 - 외국 ETF 등록요건 중 일반상품 투자비중 제한 폐지 - 레버리지/인버스 ETF 등 투자위험이 높은 ETF에 대해 적정성 원칙 적용
신용공여 관련 규제 정비	- PF 대출업무의 만기 제한(3개월)을 폐지 - 신용공여 한도(자기자본의 100%) 산정 시 매도증권담보용자 금액을 제외 - 투자자의 채무불이행시 담보주식 반대매매 시기를 투자자와 금융투자업자가 사전에 합의한 방법에 따르도록 자율화 - 신용거래 계좌에 대한 순재산액 규제(순재산액 100만원 유지)를 폐지
ELS 등에 대한 내부통제 강화	- 파생결합증권(ELS, ELB, DLS 등)에 대한 내부통제기준 마련시 포함되어야 할 내용을 규정
복합점포에 대한 수수료 자율화	- 공동영업을 하고 있는 금융회사에 대해서는 금융투자업자의 수수료 수입이나 고객의 거래규모 등에 연동한 대가 지급을 허용
담보목적 증권대차거래 허용	- 증권 대여시 담보를 징구하지 않을 수 있는 예외조항 마련
공시규제 정비	- 일정 등급 이상 우량한 신용등급을 가진 외국정부가 발행한 증권에 대하여 투자자 보호를 조건으로 증권(매출)신고서 제출 면제 - 증권신고서와 주요사항보고서 공시사항 중 상호 중복되거나, 중요성이 낮은 항목을 주요사항보고서 공시항목에서 삭제 - 집합투자기구의 적극적 투자집행 촉진을 위해 국민연금 등 다른 전문투자자와 같이 완료된 소유주식공시 보고기한 적용 - 투자위험도가 높은 조건부자본증권에 대하여 일괄신고서를 통한 증권 발행이 제한되도록 관련 규정을 명확화
인가 및 보고의무 관련 제도 정비	- 과태료 부과처분을 받은 경우 처분청인 금융위에 부과 사실을 다시 보고해야 하는 불합리한 의무를 폐지 - 양벌 규정에 따라 처벌을 받은 경우에는 금융투자업자의 대주주 결격 사유가 되지 않도록 예외를 신설 - 등록을 통해 진입하는 금융투자업에 대해서는 지분보유 임원의 주요주주 요건을 지분을 5% 이상으로 조정 - 사실상 임원의 선임 또는 해임시 보고기한을 7일 이내로 명확화 - 금융투자업자가 '해외현지법인, 지점, 사무소 등에 관한 사항을 보고한 경우 금융투자업 규정에 따른 중복 보고의무를 폐지 - 금융감독원이 금융투자업 인가를 위한 구체적인 인력기준을 정할 수 있도록 위임근거를 마련하여 비명시적 인가지침을 공식화 - 금융투자업 인가 심사대상 대주주의 범위에서 국민연금공단을 제외
그 밖의 개정 사항	- 다자간매매체결회사(ATS)의 거래량 제한 완화 - 대주주/계열회사 등에 대한 신용공여 관련 규제 정비 - 파생상품영업관리자 선임의무 완화 - 조건부자본증권 위험액 산정방식 명확화 - 증권사 겸영업무 확대 - 설명서 수령거부 방법 확대 - 종금계정 자산건전성 분류기준 명확화 - 자금중개회사 중개 대상기관에 우정사업본부를 추가

자료: 유안타증권 리서치센터

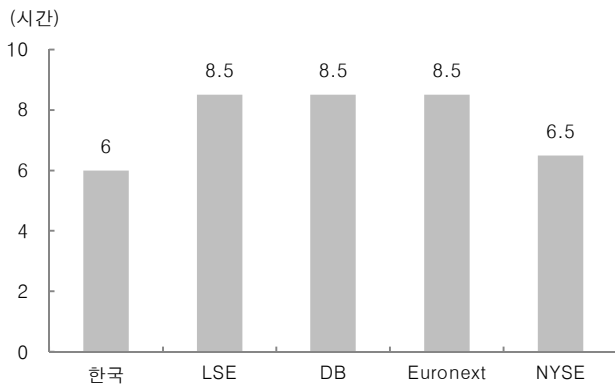
[표 2] 거래시간 연장에 따른 증권사 이익 변동 시나리오

(단위: 십억원, 분, %, %p)

항목	내용
수탁수수료	3,587.7
수탁수수료(연환산)	4,783.6
거래시간 확대	30
수수료수익(거래시간 확대)	5,182.2
당기순이익	2,921.2
연환산	3,895.0
당기순이익(거래시간 확대)	4,293.6
자기자본	44,902.5
단순 ROE	8.67
단순 ROE(거래시간 확대)	9.56
ROE 개선효과	0.89

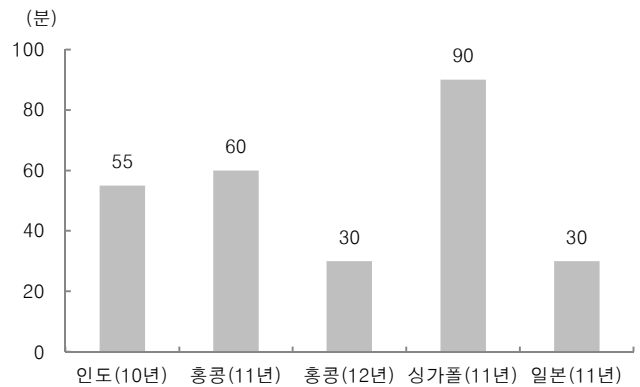
주: 수탁수수료 및 자기자본은 2015년 9월말 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 해외 주요시장 거래시간 비교



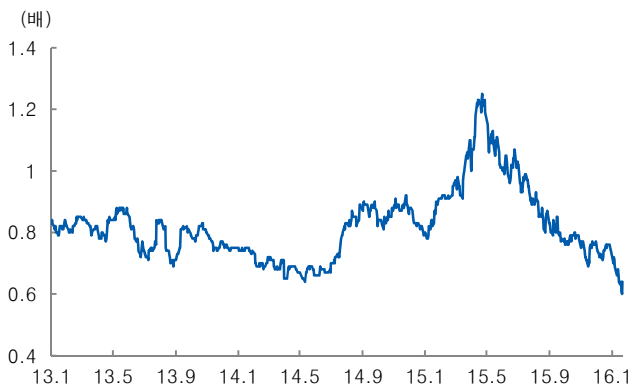
자료: 한국거래소(2020년 중장기 추진과제)

[그림 8] 아시아 주요국 거래시간 연장 추진 예



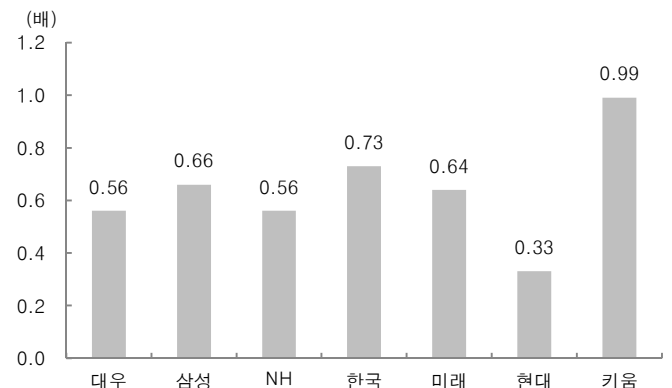
자료: 한국거래소(2020년 중장기 추진과제)

[그림 9] KRX 증권업지수 PBR 추이



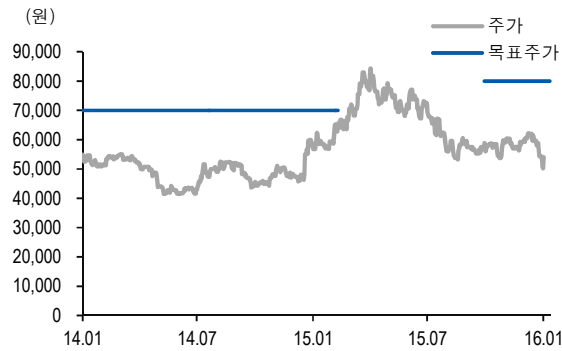
자료: Quantiwise

[그림 10] 주요증권사별 PBR 비교



주: 12개월 선행 기준, 자료: Quantiwise

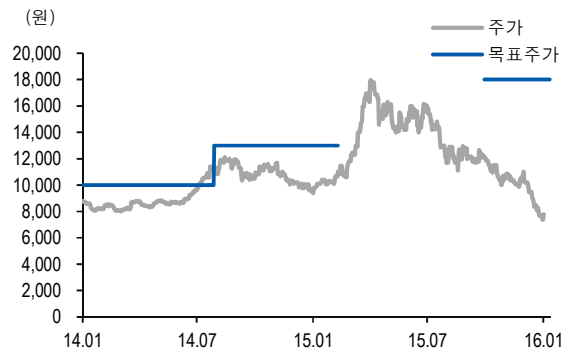
키움증권 (039490) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

날짜	투자의견	목표주가
2016-01-25	BUY	80,000
2016-01-04	BUY	80,000
2015-11-16	BUY	80,000
2015-10-20	BUY	80,000
담당자 변경		
2015-03-02	BUY	70,000
2015-01-28	BUY	70,000
2014-12-22	BUY	70,000
2014-11-20	BUY	70,000
2014-11-14	BUY	70,000

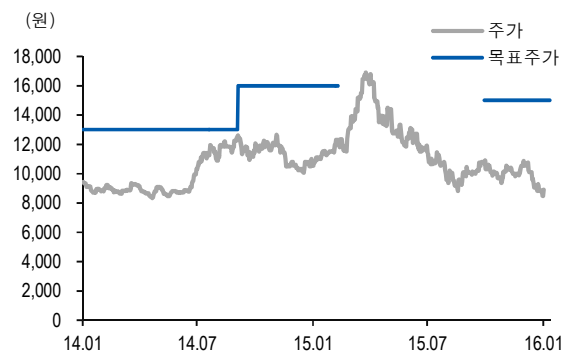
대우증권 (006800) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

날짜	투자의견	목표주가
2016-01-25	BUY	18,000
2016-01-04	BUY	18,000
2015-10-20	BUY	18,000
담당자 변경		
2015-03-02	BUY	13,000
2015-01-28	BUY	13,000
2014-12-22	BUY	13,000
2014-11-20	BUY	13,000
2014-11-17	BUY	13,000
2014-10-29	BUY	13,000

NH투자증권 (005940) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

날짜	투자의견	목표주가
2016-01-25	BUY	15,000
2016-01-04	BUY	15,000
2015-10-20	BUY	15,000
담당자 변경		
2015-03-02	BUY	16,000
2015-01-28	BUY	16,000
2014-12-22	BUY	16,000
2014-11-20	BUY	16,000
2014-11-13	BUY	16,000
2014-11-04	BUY	16,000

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박진형)
- 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 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 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 6~12개월, 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 신뢰할만하다고 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.