



2017년 5월 30일 | Equity Research



증권 Overweight

신시장이 펼쳐진다

- | 정부의 초대형 투자은행 탄생을 위한 새로운 정책과 규제완화 진행
- | 대형화를 통한 규모의 경쟁속에서 증권사의 자본활용능력과 자산확대 가능성 주목
- | Top Picks 미래에셋대우, 키움증권



Analyst 임수연
02-3771-7090
sy.lim@hanafn.com

Initiation

Top picks 및 관심종목

미래에셋대우(006800) | BUY | TP 13,000원 | CP(5월29일) 9,640원
 키움증권(039490) | BUY | TP 108,000원 | CP(5월29일) 83,400원
 한국금융지주(071050) | BUY | TP 75,000원 | CP(5월29일) 60,600원
 NH투자증권(005940) | BUY | TP 18,000원 | CP(5월29일) 14,250원
 삼성증권(016360) | BUY | TP 48,000원 | CP(5월29일) 39,650원



CONTENTS

SUMMARY	3
1. 증권업 흐름	7
1) 반등이 시작된 증권업종	7
2. 시대별 증권업 주도주로 본 향후 주도주	9
1) 2010년 하반기 주도주: 한국금융지주, 삼성증권	9
2) 2012년~2014년 상반기 주도주: 신영증권	12
3) 2013년~2015년 상반기 주도주: 메리츠증권	14
4) 2014년 하반기~2015년 상반기 주도주: 한국금융지주, 키움증권	16
5) 2016년 주도주: 키움증권	19
6) 2017년 주도주: 미래에셋대우	20
3. 증권사 신규 수익원 확보 및 수익 다변화 가시화	22
1) 증권사 주 수익원 위탁매매 수수료수익의 한계	22
2) IB수수료수익 비중 증가	24
3) 증권업의 규모 확대 및 차별화된 전략	25
4. 규제완화를 통한 증권업 대형화	26
1) 대형투자은행 탄생을 위한 대형화 시작	26
2) 자통법개정('13.10시행): 기업 신용공여, 프라임브로커리지 등 신규업무 확대	28
3) 순자본비율(NCR) #1: 규제완화로 자본활용도 증가	29
4) 순자본비율(NCR) #2: 규제완화로 인한 잉여투자여력자본 15.6조원	30
5) 레버리지비율 규제: 11조원 추가 ELS 발행 가능	34
5. 초대형IB 도입으로 증권업 규모의 경쟁 Again	36
1) 초대형IB #1: 자기자본 4조원 이상 증권사에 신규 발행어음 업무 허용	36
2) 초대형IB #2: 발행어음을 통한 최대 1,431억원 신규수익 창출 가능	38
3) 초대형IB #3: 현실적 신규수익 268억원 예상.	40
4) 초대형IB #4: 2년후 발행어음 시장 규모 25조원 예상	42
5) 초대형IB #5: 건전성규제 완화, 자유로운 자금운용 가능	44
6. 증권업 투자전략	45
1) Top picks: 미래에셋대우, 키움증권	45
Top Picks 및 관심종목	48
미래에셋대우(006800)	49
키움증권 (039490)	53
한국금융지주(071050)	58
NH투자증권(005940)	62
삼성증권(016360)	65

2017년 5월 30일 | Equity Research

증권

신시장이 펼쳐진다

증권업 대영화를 통한 신규 수익원 확대 기대

2000년 중후반에 들어서면서 위탁매매수수료수익의 한계가 가시화되며 수익구조 다변화 목소리가 나오기 시작하였고 정부와 증권업계는 특히 기업금융, IB쪽에서의 확대를 위해 노력하였다. 그러나 우리나라는 여전히 은행 중심의 금융시장 구조이며, 은행 서비스와의 특별한 차별화 서비스가 존재 하지 않아 증권업으로의 머니무브 현상은 크게 이루어지지 않았다. 점차 증권업은 1)인수금융 등 IB 업무와 연계한 브릿지론, 2)PBS 업무 확대 등 은행과의 차별화된 업무를 통해 확장해 나갈 수 있다고 판단한다. 또한, 정부의 증권업계 규모확대를 통한 초대형 투자 은행으로의 발전을 위한 규제 완화 및 도입은 증권업에 더욱 긍정적이다.

대형 증권사 중심으로 신규 사업기회 부여

1) 종합금융투자사업자 제도, 2) 신NCR 제도, 3) 초대형IB 제도 등 최근 수년간의 정부 규제는 대형 증권사에 대한 사업기회 확대와 규제 완화로 좀 더 폭 넓은 사업포트폴리오 구성을 가능하게 했다. 자기자본 3조원 이상 증권사에 한해 기업 신용공여와 PBS를 허용하였으며, 신NCR제도 도입으로 대형사의 자본활용여력을 증가시켰다. 신NCR 200% 유지 가정시 증권사 잉여투자자본은 15.6조원으로 추산된다. 구NCR 적용시 12조원이던 잉여자본과 비교시 약 3조원 이상의 잉여자본여력이 생긴 것이다. 또한, 가장 기대되는 신규 발행어음 업무를 통해 연평균 약 268억원의 신규수익창출이 가능할 것으로 예상된다. 자본4조원 이상 증권사는 연간 ROE 0.57%p 증가 기대 가능하다.

Top Picks 미래에셋대우, 키움증권

초대형IB 증권사 중 잉여투자여력 자본과 신규 수익 창출 규모가 가장 크며, 합병을 통한 고객자산가 다수 확보 및 IB의 강점으로 신규업무에 유리한 **미래에셋대우**와 증소형 증권사 중 특화된 브로커리지 수익구조로 M/S 1위를 지키며 IB로 사업 포트폴리오 다각화를 펼치고 있는 **키움증권**을 업종 탑픽으로 제시한다.

Initiation

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(5월29일)
미래에셋대우(006800)	BUY	13,000원(신규)	9,640원
키움증권(039490)	BUY	108,000원(신규)	83,400원
한국금융지주(071050)	BUY	75,000원(신규)	60,600원
NH투자증권(005940)	BUY	18,000원(신규)	14,250원
삼성증권(016360)	BUY	48,000원(신규)	39,650원



Analyst 임수연
02-3771-7090
sy.lim@hanafn.com

SUMMARY

1) 신NCR 빅5 증권사 잉여자본
10조원으로 구NCR 적용시
6조원 대비 2배 가까이 확대.

대형사에 유리한 정부의 규제 완화 및 도입이 이어지고 있다.

1) 신NCR(Net Capital Ratio) 규제변화 영향으로 주목할 점은 대형사의 잉여자본여력이 중소형사에 비해 훨씬 큰 규모로 확대되었다는 점이다. 빅5(미래대우, NH, 삼성, 한투, KB)의 잉여자본은 10조원으로 구NCR 적용시 6조원대비 약 2배 가까이 확대되었다. 반면, 1조원 이상 3조원 미만의 중형사는 2.8조원, 구NCR 적용시 2.5조원과 별 차이가 없으며 1조원 미만의 소형사는 구NCR 적용 때보다 오히려 자본여력이 감소되었다. 신NCR의 분모인 '인가 업무별 필요 자기자본'은 사실상 고정되어있는 값이기 때문에 영업용 순자본이 큰 대형사에게 더 유리해 진다.

2) 레버리지비율 1100% 적용시
증권업 11조원 부채 추가 룠
발생으로 추가 파생결합증권
발행 가능

2) 레버리지비율규제 하에 2016년말 기준 증권사의 금융상품 추가 판매 룠은 11조원이다. 경영개선권고 수준인 1100% 적용시 증권업 전체 부채는 302조원까지 증가 가능하다. 2016년 말 기준 증권사 총 부채총액은 약 291조원으로 11조원의 추가 파생결합증권 발행 여력이 생긴다. 미래대우의 여유 부채금액이 1.5조원으로 가장 크며, 그 다음으로 한국투자증권이 1.1조원이다.

3) 발행어음 시행 첫해 커버리지
증권사 평균 신규수익
약 268억원 추정.
ROE +0.57%p 개선 효과

3) 초대형IB 제도에서 가장 기대가 큰 신규 발행어음 업무 규제범위에서 창출 가능한 최대 신규수익은 자기자본 4조원이상 증권사 5개사(미래대우, NH증권, 삼성, 한투, KB) 기준 평균 1,431억원이며 이는 ROE 3%p 개선 가능 규모이다. 자기자본200% 발행, 200bp마진을 가정하여 추산하였다. Reasonable한 수준의 자기자본 50% 발행, 150bp 마진을 가정하면, 시행 첫해 평균 신규수익은 268억원으로 추정하며 이로 인한 대형 4사의 ROE는 0.57%p 개선 기대 가능하다.

2017년 연초대비 1분기 증권업 시총은 18.2%상승했다. KOSPI +7.1%, KOSDAQ -0.4%, 은행업 +7.9%, 보험업 +0.5%와 비교하면 큰 상승이다. 올 3분기부터 시작될 초대형IB 제도 도입에 의한 신규업무 '발행어음'에 대한 시장의 기대가 선 반영된 결과이다. 사실상 자본규모가 중요한 초대형IB 제도를 통한 신규 발행어음 업무는 시행 초반에는 자본의 규모에 상관없이 4개사 모두 비슷한 규모와 마진율로 어음 발행을 할 것으로 예상된다. 운용 역시 현재 각 증권사에서 해온 IB역량에서 크게 벗어나지 않을 것이라 판단하기에 IB역량이 뛰어난 증권사를 주목할 필요가 있다.

Top picks: 초대형IB 증권사 중
미래에셋대우 추천,
중소형 증권사 중 키움증권 추천

미래에셋대우를 대형 증권사 중 탑픽으로 제시한다. 미래에셋대우는 국내 증권사 중 가장 큰 자본규모로 자기자본 8조원이상 증권사에 주어지는 IMA 업무에 가장 빨리 도달이 가능하다. 또한, 신NCR에 따른 잉여투자여력 자본과 신규 발행업무로 창출 가능한 신규 수익 규모가 가장 커 초대형IB로의 이점을 가장 크게 누릴 것으로 판단한다. 합병으로 인한 고객자산가수가 업계 최고로 증가하며 자금조달의 부담이 타사대비 적고, IB의 강점으로 운용에도 안정적인 것이라 판단한다. 키움증권은 중소형 증권사 중 탑픽으로 제시한다. 증권업 규모의 경쟁 속에서 특화된 수익구조로 업계 위탁매매 M/S 1위를 견고하게 지키며, 자회사를 통한 수익 다변화로 이익 기여도가 높다.

2016년 '초대형 IB'
- 자기자본 4조원이상 증권사에 신규업무 허용
1) 발행어음
2) IVA

$ROE = \frac{NI}{E}$

정규규제에 맞추기 위한 자본확충
경기불황에 따른 증권사간 M&A로 자본 증가

시행 시기	조달 방식	조달 규모	종자후 자본
삼성	유증	3388억원	4.1조원
한투	유증	1조 6920억원	4.03조원
메리츠 증권	메리츠캐피탈 100%인수	3826억원	2.2조원
신한금융	유증	5000억원	3.04조원

2011년 '자통법 개정'
- 자기자본 3조원이상 증권사에 신규업무 허용
1) 기업신용공여
2) PBS

$ROE = \frac{NI}{E}$

정규규제에 맞추기 위한 자본확충
경기불황에 따른 증권사간 M&A로 자본 증가

시행 시기	조달 방식	조달 규모	종자후 자본
삼성	유증	4080억원	3.2조원
대우	유증	1조 1242억원	3.87조원
우투	유증	6360억원	3.4조원
한투	유증	7300억원	3.08조원
현대	유증	5662억원	3.01조원

2016년 '초대형 IB'
- 자기자본 4조원이상 증권사에 신규업무 허용
1) 발행어음
2) IVA

$ROE = \frac{NI}{E}$

정규규제에 맞추기 위한 자본확충
경기불황에 따른 증권사간 M&A로 자본 증가

시행 시기	조달 방식	조달 규모	종자후 자본
삼성	유증	3388억원	4.1조원
한투	유증	1조 6920억원	4.03조원
메리츠 증권	메리츠캐피탈 100%인수	3826억원	2.2조원
신한금융	유증	5000억원	3.04조원

2011년 '자통법 개정'
- 자기자본 3조원이상 증권사에 신규업무 허용
1) 기업신용공여
2) PBS

$ROE = \frac{NI}{E}$

정규규제에 맞추기 위한 자본확충
경기불황에 따른 증권사간 M&A로 자본 증가

시행 시기	조달 방식	조달 규모	종자후 자본
삼성	유증	4080억원	3.2조원
대우	유증	1조 1242억원	3.87조원
우투	유증	6360억원	3.4조원
한투	유증	7300억원	3.08조원
현대	유증	5662억원	3.01조원

2011년 '자통법 개정'
- 자기자본 3조원이상 증권사에 신규업무 허용
1) 기업신용공여
2) PBS

$ROE = \frac{NI}{E}$

정규규제에 맞추기 위한 자본확충
경기불황에 따른 증권사간 M&A로 자본 증가

시행 시기	조달 방식	조달 규모	종자후 자본
삼성	유증	4080억원	3.2조원
대우	유증	1조 1242억원	3.87조원
우투	유증	6360억원	3.4조원
한투	유증	7300억원	3.08조원
현대	유증	5662억원	3.01조원

ROE 감소 추세 지속

기본 은행기업대출과의 차이점이 없고, 국내 헤지펀드 시장 규모 협소로 ROE 개선 효과 미미

신규 발행어음으로 빅5 증권사 신규수의 평균 268억원 창출 ROE +0.57%p 개선

2017년 신규업무 시행시

시행 시기	NI투자증권	상장증권	한국투자증권	KIS증권	비고
6.700	4,600	4,100	4,000	4,200	
13,400	9,200	8,200	8,000	8,400	* 자기자본의 2배까지 가능
3,350	2,300	2,050	2,000	2,100	* 현재 자기자본의 50% 발행 가능
1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	

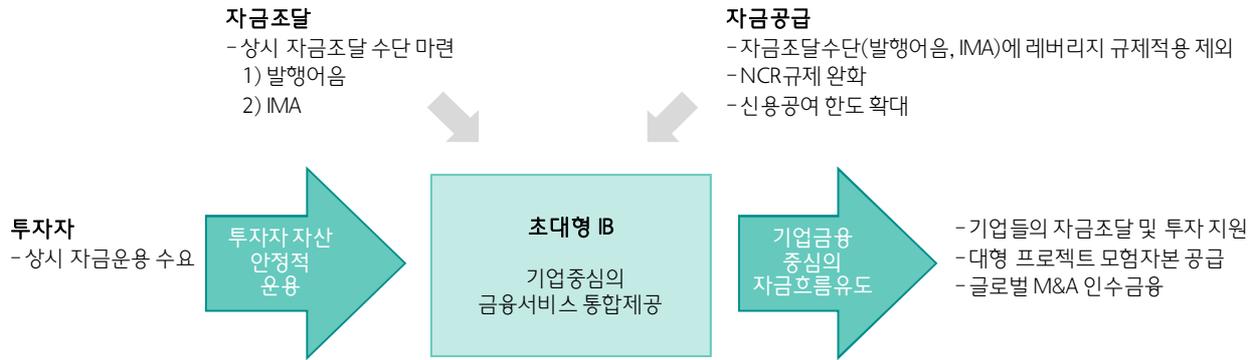
매단가	25.4	17.4	15.5	15.2	15.9
신규 창출 가능금액	38.1	26.2	23.3	22.7	23.9
1000p	50.8	34.9	31.1	30.3	31.8
2000p	63.5	43.6	38.8	37.9	39.8
2500p					

매단가	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%
ROE	0.57%	0.57%	0.57%	0.57%	0.57%
1000p	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%
2000p	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%
2500p					

<신규 발행어음 최대 발행 가정>
- 자기자본 200% 발행, 200bp 마진 가정
→ 커버리지 증권사 신규 수익 평균 1,471억원 창출.
→ ROE +3.0%p 개선 가능

<신규 발행어음 발행 첫째 reasonable 가정>
- 자기자본 50% 발행, 150bp 마진 가정
→ 빅5 증권사 신규 수익 평균 268억원 창출.
→ ROE +0.57%p 개선 가능

초대형IB 자금흐름



자료: 하나금융투자

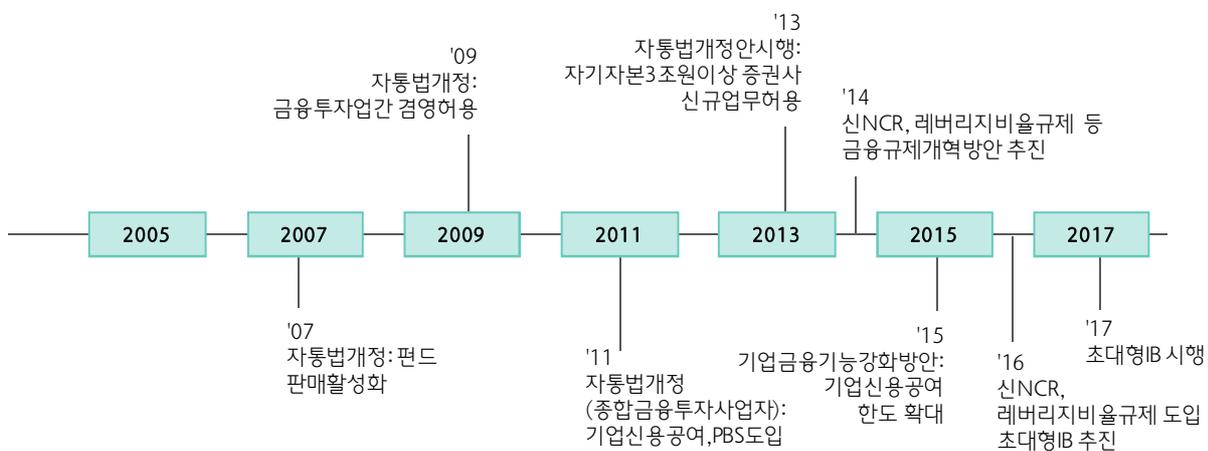
초대형IB 도입이 미치는 영향

전 부문에서 대형사 영업환경 개선

IB	- 대형사의 자기자본 증가 등에 따른 신용공여 확대로 IB 영업력 격차 확대 1) 자기자본의 100%까지 기업신용공여 가능 2) 발행어음을 통해 조달시 레버리지 산정 제외
브로커리지 자산관리	- 일반 신용공여 한도가 확대되는 대형사들의 브로커리지 관련 영업 경쟁력 증가 - 레버리지 활용이 확대되어 ELS 시장 잠식
자금조달	- 신규 자금조달 수단으로 조달비용 절감
규제	- 적용 규제 차별화로 영업력 차이 확대

자료: 하나금융투자

정부 규제 완화 및 도입 흐름



자료: 하나금융투자

커버리지 증권사 밸류에이션 테이블

(단위: 원, %, 십억원, 배)

		삼성증권	미래에셋대우	키움증권	NH투자증권	한국금융투자
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가(원)		48,000	13,000	108,000	18,000	75,000
현재주가(5/29, 원)		39,650	9,640	83,400	14,250	60,600
상승여력(%)		21.1%	34.9%	29.5%	26.3%	23.8%
시가총액(십억원)		3,590	6,618	1,903	4,288	3,587
절대수익률(%)	1M	14.60%	8.07%	5.44%	7.95%	18.13%
	3M	19.61%	7.95%	8.17%	22.84%	27.85%
	6M	23.71%	38.71%	30.31%	44.96%	51.31%
	1Y	10.14%	20.95%	14.72%	55.57%	38.83%
상대수익률(%)	1M	7.91%	1.38%	-1.25%	1.27%	11.44%
	3M	7.11%	-4.54%	-4.32%	10.35%	15.35%
	6M	5.08%	20.08%	11.68%	26.34%	32.68%
	1Y	-9.35%	1.46%	-4.77%	36.08%	19.34%
P/E(배)	2016	13.91	308.39	8.83	12.23	9.04
	2017F	13.98	16.51	9.05	14.04	9.30
	2018F	13.35	15.51	9.45	13.50	9.08
P/B(배)	2016	0.64	0.74	1.27	0.63	0.74
	2017F	0.70	0.95	1.40	0.88	0.90
	2018F	0.68	0.87	1.26	0.85	0.83
ROE(%)	2016	4.78%	0.78%	15.26%	5.17%	8.64%
	2017F	5.02%	5.85%	15.50%	6.25%	10.84%
	2018F	5.06%	5.95%	13.35%	6.28%	9.91%
EPS Growth(%)	2016	-36.65%	-98.47%	-5.13%	10.26%	-16.56%
	2017F	24.40%	2386.73%	13.05%	28.62%	40.65%
	2018F	4.70%	6.46%	-4.28%	4.02%	2.39%
EPS(원)	2016	2,280	23	8,155	789	4,634
	2017F	2,836	584	9,219	1,015	6,518
	2018F	2,969	622	8,825	1,056	6,674
BPS(원)	2016	49,329	9,789	56,473	15,335	56,532
	2017F	56,439	10,170	59,383	16,235	67,063
	2018F	58,684	11,077	65,963	16,806	73,093
DPS(원)	2016	650	50	850	400	800
	2017F	750	150	850	500	1,000
	2018F	750	150	850	550	1,100
배당수익률(%)	2016	2.05%	0.69%	1.18%	4.15%	1.91%
	2017F	1.89%	1.56%	1.02%	3.51%	1.65%
	2018F	1.89%	1.56%	1.02%	3.86%	1.82%

자료: 하나금융투자

1. 증권업 흐름

1) 반등이 시작된 증권업종

증권산업 수익성은 주식시장과 밀접

수년간 증권업 지수가 크게 하락하였으며 증권업의 불황이 지속되고 있다. 주식거래, 즉 위탁매매 수수료 수익이 높은 비중을 차지하는 증권업의 특성상 증권산업의 수익성은 주식시장과 밀접한 관련이 있다.

'98년, '01년, '05년, '07년, '10년, '14년, '15년은 증권업종 상승시기

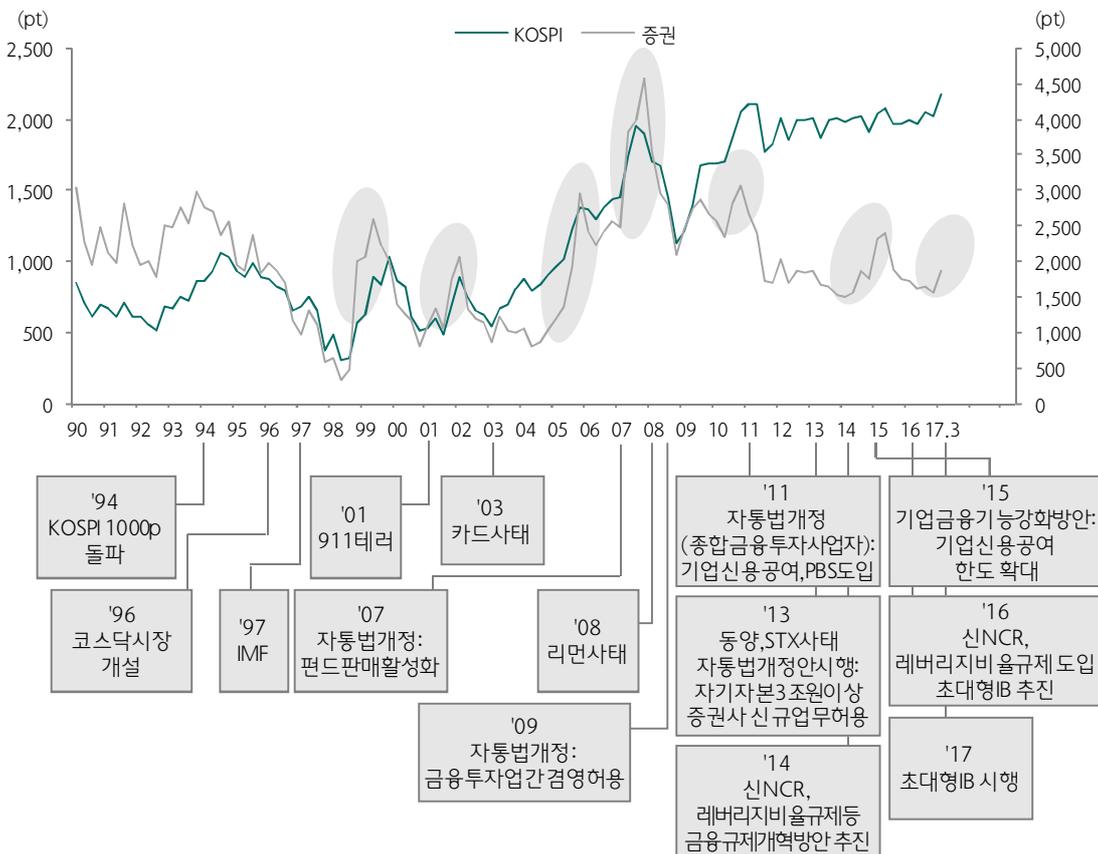
1990년 이후로 눈에 띄는 증권업지수 상승시기는 '98-'99년, '01-'02년, '05년, '07년, '10년, '14년, '15년이다. 증권업종 상승시기의 공통점은 1) 글로벌 혹은 국내 이벤트성 이슈로 크게 하락했던 다음해 반등, 2) 코스피지수 상승에 따른 거래대금 증가로 수익이 확대되며 상승, 3) 정부의 금융 규제변화 또는 도입 등 정책 기대감에 따른 상승으로 정리할 수 있다.

증권업종 상승시기 공통점

- 1) 이벤트성 이슈로 크게 하락했던 해 다음해 반등
- 2) 코스피지수 상승에 따른 거래대금 증가
- 3) 정책 기대감

1998년에는 HTS 도입으로 인한 온라인 주식거래 인구 증가와 두번의 증시 가격 제한폭 확대로 거래대금이 급등하였으며, 2001년, 2005년, 2010년에는 주식시장 활성화로 인한 거래대금 증가에 따른 상승과 더불어 전년도 부진에 따른 반등 효과도 반영이 되었던 것으로 판단한다. 2007년, 2011년에는 기존 규제 완화 및 새로운 규제 도입에 따른 정책 기대감으로 상승 하였다. 금융위기 이후 부진하던 증권업에 2014년 신NCR제도 등 금융규제개혁방안이 추진되며 새 정책에 대한 기대감이 반등으로 이어졌다. 2015년에는 기준금리인하, 주식시장 활성화 및 가격제한폭 확대 영향으로 거래대금이 증가하며 수년만에 증권사 수익성이 개선되었다. 2016년에는 브렉시트 등 글로벌 증시 불안과 국내 경기 및 정치 불확실성에 따른 주식시장 불황으로 주춤하였으나 2017년 들어 초대형IB 새 정책에 대한 기대감과 경기개선 기대감, 연이은 KOSPI지수 경신에 따라 증권업 급등이 이어지고있다.

그림 1. KOSPI지수와 증권업지수 상승 구간과 이슈



자료: 하나금융투자

‘17년 증권업종 반등가능 시기

- 1) 초대형IB 새로운 정책에 대한 기대감
- 2) 경기개선 기대감
- 3) KOSPI지수 상승.

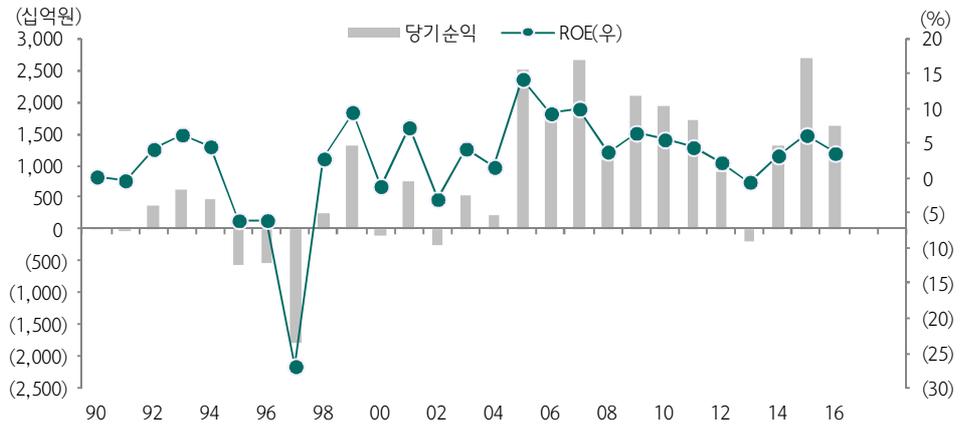
과거 증권업지수 상승시기 흐름에 따라 살펴보면 2017년은 증권업종 반등 가능 시기라 판단한다. 1) 2016년 국내외 이벤트성 이슈로 인한 하락에 따른 반등 기대 가능하며, 2) 초대형 IB에 대한 정책 기대감 반영에 따른 상승을 기대한다. 또한, 3월 미 연준의 점진적인 금리인상 속도가 확인되며 경기개선 기대에 따른 주식시장 호재로 이어지고 있는 점도 증권업에 긍정적이다.

증권업종의 주가는 일반적으로 1) 글로벌 및 국내 경제개선 기대감, 2) 그로인한 KOSPI지수 증가 및 시장 호황에 대한 기대감, 3) 규제 완화 및 새로운 정책에 따른 증권업황 개선 기대감, 4) 업황대비 안정적이고 견고한 실적 뒷받침 등 대체적으로 기대감이 주가에 선반영된다. 당시 시대적 환경과 기대감이 어떻게 주가에 반영되었는지 시대별로 증권업을 주도했던 종목 위주로 살펴보고자 한다.

그림 2. 증권업 순익 및 ROE 추이

‘16년 당기순익 1조 6,190억원

‘16년 ROE 3.58%



자료: Quantwise, 하나금융투자

2. 시대별 증권업 주도주로 본 향후 주도주

1) 2010년 하반기 주도주: 한국금융지주, 삼성증권

2010년 하반기 증권업 지수 +20.3%

- 1) KOSPI 2,000pt 돌파
- 2) 단기 시장금리 하락
- 3) 랩, ELS 등 간접투자상품 급증

랩어카운트 계약자산 '10년 +77.2%,
ELS 발행금액 +64.6%

한국금융지주 주가 '10년하반기
+83%, 삼성증권 +67% 급등.
랩, ELS 등의 간접 투자상품
증가에 따른 수혜를
가장 많이 받을 것이란 기대감 반영

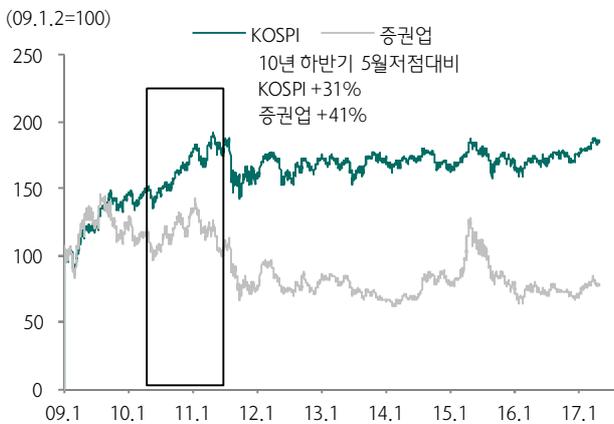
2010년 하반기 증권업 지수는 연초대비 20.3% 상승했다.

1) 외국인 매수세 유입으로 KOSPI가 연초대비 21.2% 상승하며 2,000pt 돌파했으며, 2) 기준금리 인상이 지연되며 단기 시장금리가 급락하였고, 3) Wrap, ELS 등의 간접투자상품이 급증하였기 때문이다.

지수상승에 따른 거래대금증가와, 금리 급락에 따른 채권평가의 개선폭 보다 저금리에 따른 위험자산으로의 선호 증가로 Wrap, ELS 등의 간접투자상품이 급증하며 이에 따른 자산관리(WM)에 대한 기대감이 높았다. Wrap acct. 의 계약자산은 2010년 말 기준 360조원으로 연초대비 77.2% 상승하였다. ELS발행실적 역시 연초대비 7.9조원으로 64.6% 상승하였다.

거래대금 증가로 브로커리지 수익에 특화된 키움증권의 주가도 2010년 하반기 60% 가까이 상승했지만, 눈에 띄게 급증한 종목은 한국금융지주와 삼성증권이었다. 2010년 5월 저점대비 2011년 1월초까지 한국금융지주의 주가는 83%이상 급등하였으며, 삼성증권의 주가는 67% 이상 급등하였다. 두 회사의 주가 급등은 운용사를 자회사로 두고 있고, 자산관리에 강점을 가진 증권사로 Wrap, ELS 등의 간접 투자상품 증가에 따른 수혜를 가장 많이 받을 것이란 기대감이 반영된 결과이다.

그림 3. KOSPI, 증권업 지수 추이



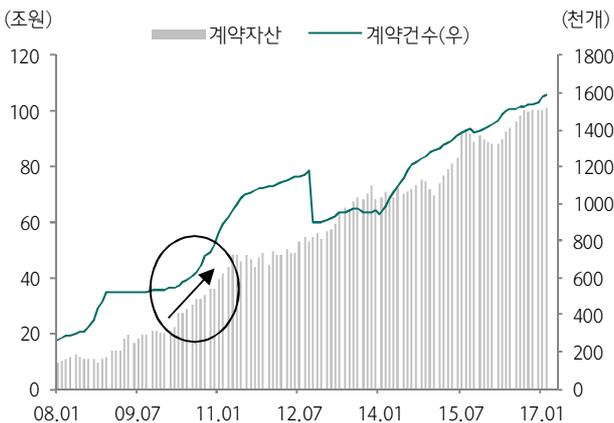
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 4. 한국금융지주, 삼성증권 주가 추이



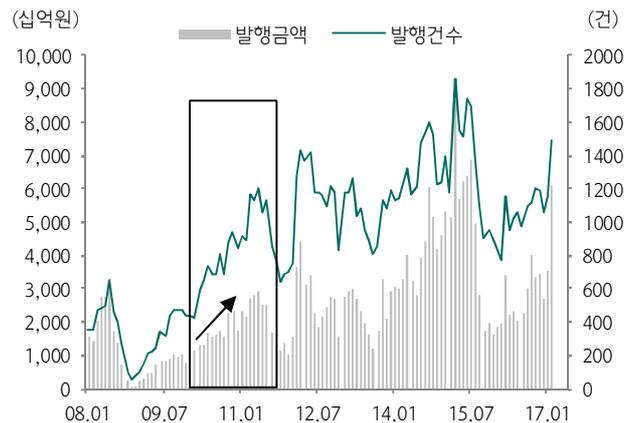
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 5. 랩어카운트 잔고 추이



자료: 금투협, 하나금융투자

그림 6. ELS발행현황

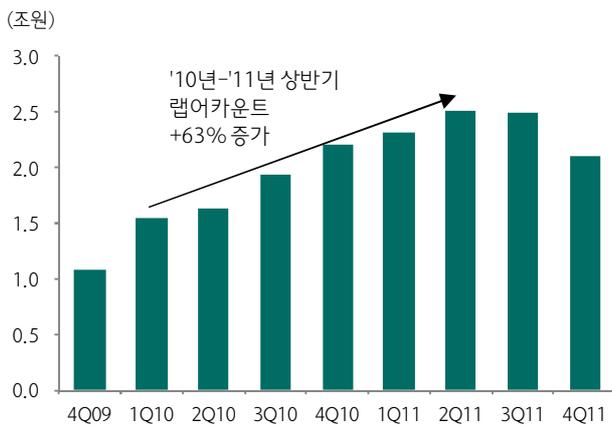


자료: 금투협, 하나금융투자

한국투자증권 Wrap acct.
잔고 4Q10년 2.2조원(YTD +42%)

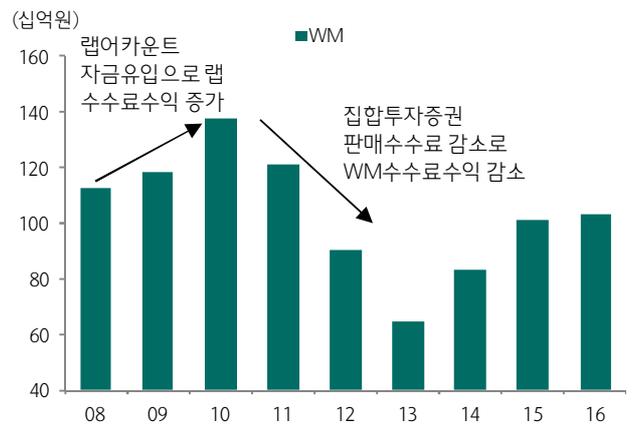
한국투자증권은 현재 IB에 강점을 가진 증권사로 수수료 수익 비중이 가장 고르게 분포되어 있는 회사이지만 2013년 이전까지는 브로커리지 수익 다음으로 WM 수익이 수수료수익에 기여하는 바가 컸다. 자산관리에 강점을 가진 증권사로 Wrap Acct. 로의 가파른 자금 유입의 수혜주로 주목받으며 주가가 상승하였다. 한국투자증권의 Wrap acct. 잔고는 2010년 1분기 1.55조원에서 2011년 1분기 2.32조원으로 1년만에 50%가까이 상승하였다. Wrap acct. 잔고가 가파르게 증가했던 2010년에는 한국투자증권의 WM수수료수익도 16%가 증가하며 실적에 기여하였다.

그림 7. 한국투자증권 랩어카운트 잔고 추이



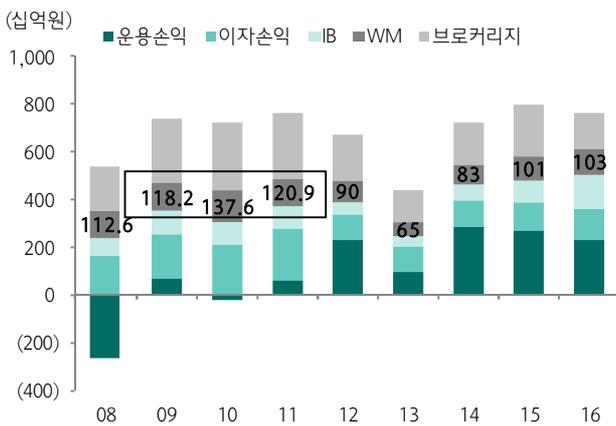
자료: 한국금융지주, 하나금융투자

그림 8. 한국투자증권 WM수수료수익 추이



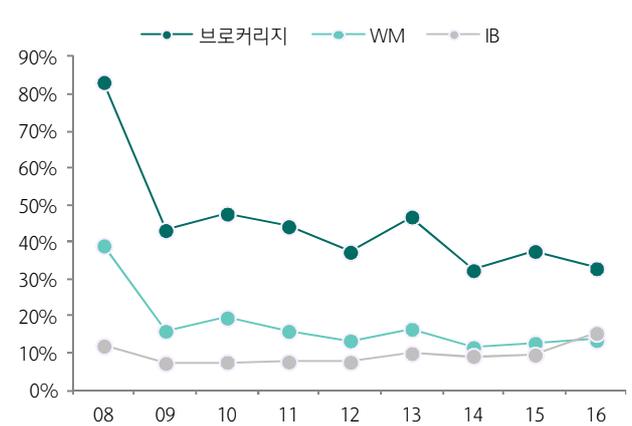
자료: 한국금융지주, 하나금융투자

그림 9. 한국투자증권 순영업수익 구성



자료: 한국금융지주, 하나금융투자

그림 10. 한국투자증권 순영업수익대비 수수료 비중



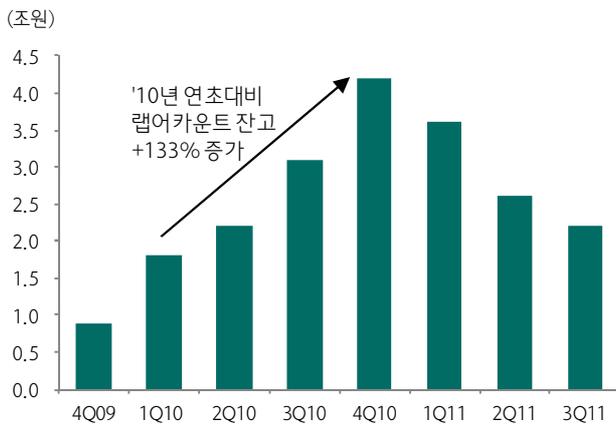
자료: 한국금융지주, 하나금융투자

삼성증권 Wrap acct.
잔고 4Q10년 4.2조원(YTD +133%)

고액자산가수 부동의 업계 1위를 자리를 지키며 자산관리 분야 강자인 삼성증권 역시 Wrap acct. 로의 자금 유입으로 큰 수익을 얻었다. 삼성증권의 Wrap acct. 잔고는 2010년초 1.8조원에서 4분기말에는 4.2조까지 증가하며 무려 133% 증가하였으며 자산관리수수료수익도 2009년 975억원에서 2010년 1,796억원으로 1년사이에 84% 증가하였다.

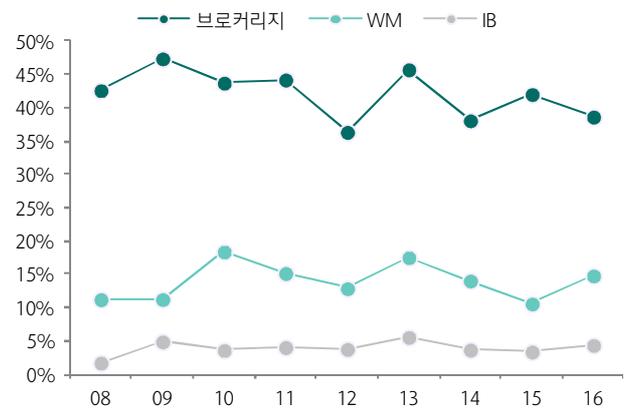
간접투자상품 특히, Wrap acct.로의 자금유입으로 자산관리에 강점을 가진 증권사에 대한 기대감과 이를 뒷받침 하는 실적이 2010년도 하반기 한국투자증권과 삼성증권의 주가를 이끈 주된 이유이다.

그림 11. 삼성증권 랩어카운트 잔고 추이



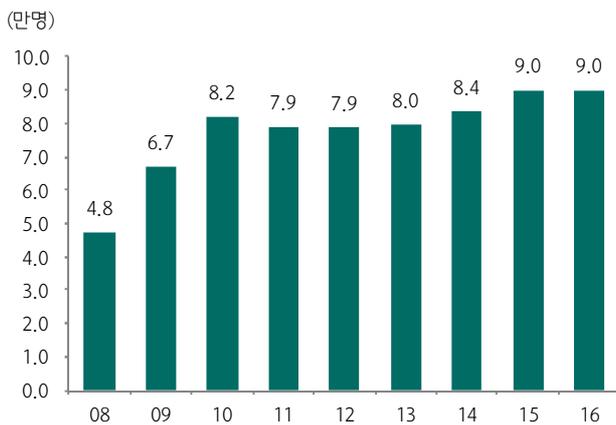
자료: 삼성증권, 하나금융투자

그림 12. 삼성증권 WM수수료수익 추이



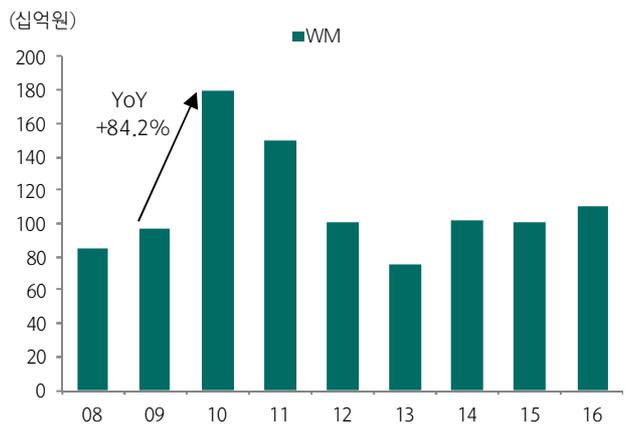
자료: 삼성증권, 하나금융투자

그림 13. 삼성증권 고액자산가 추이



자료: 삼성증권, 하나금융투자

그림 14. 삼성증권 WM수수료수익 추이



자료: 삼성증권, 하나금융투자

2) 2012년~2014년 상반기 주도주: 신영증권

'12년-'14년상반기 신영증권 주가 +134%.

2012년~2014년 상반기까지('14년 9월 고점기준) 신영증권의 주가는 134% 급등하였다. 동기간 증권업지수 +16%, KOSPI +11% 에 비하면 큰 폭의 상승이다. 2012년~2014년 상반기까지는 1) 2012년 유럽경제 침체, 2) 2013년 국내 경기 침체 등으로 국내외 자본시장 불확실성 증대가 지속되며 주식시장도 등락을 반복하며 다소 불안한 시기였다.

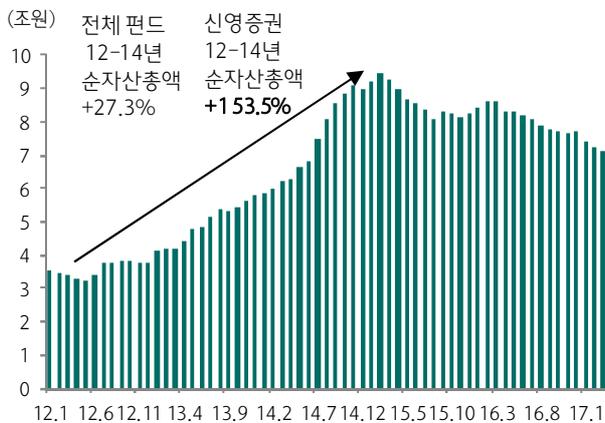
'12년 장기펀드 세제혜택 신설.
'13년 사모펀드제도 개편방안 발표

신영증권은 수익증권, ELS 등의 상품판매와 이에 파생된 상품운용에 강점을 지닌 회사이다. 2012년 장기펀드 세제혜택이 신설되었다. 총 급여 5000만원 이하의 근로자, 종합소득금액 3500만원 이하의 자영업자에게 10년 이상 적립하는 펀드 납입액의 40% 소득 공제 혜택이 주 내용이다. 2013년에는 사모펀드의 진입, 설립, 운용, 판매 규제를 대폭 완화하는 내용을 주로 한 사모펀드제도 개편방안이 발표되며 펀드관련 규제완화가 시작되었다.

신영증권 상품운용에 강점을 가진 증권사로 '12-'13년 펀드관련 규제완화로 펀드시장에 활성화로 수혜

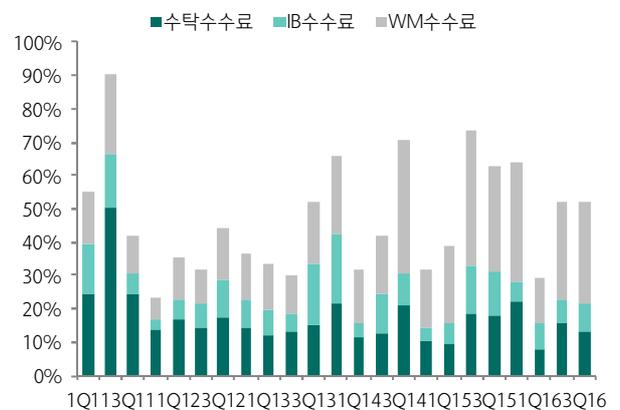
펀드관련 규제완화가 당시 침체 되었던 펀드시장에 활력을 넣을 것이라는 기대감이 주가로 반영되었다. 2012-2014년 전체 펀드의 순자산총액은 27% 상승한데 반해 신영증권의 펀드 순자산총액은 153% 증가하였다. 펀드에 강점을 지닌 신영증권은 타 증권사 대비 펀드시장 활성화의 수혜주로 기대를 받으며 주가가 급등하였다.

그림 15. 신영증권 펀드 순자산총액 추이



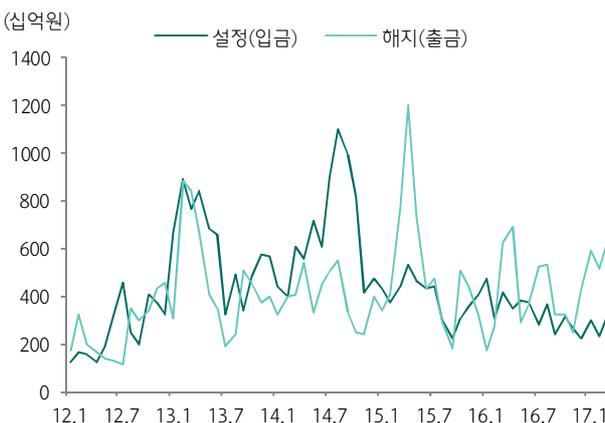
자료: 금투협, 하나금융투자

그림 16. 순영업수익대비 수수료승익 비중



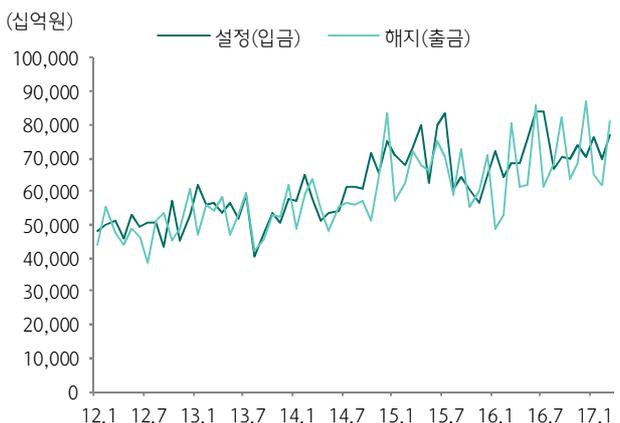
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 17. 신영증권 펀드 자금유출입 추이



자료: 금투협, 하나금융투자

그림 18. 전체 펀드 자금유출입 추이



자료: 금투협, 하나금융투자

**신영증권 '13년 ROE 4.92% 동기간
업종 평균 ROE 2.73%**

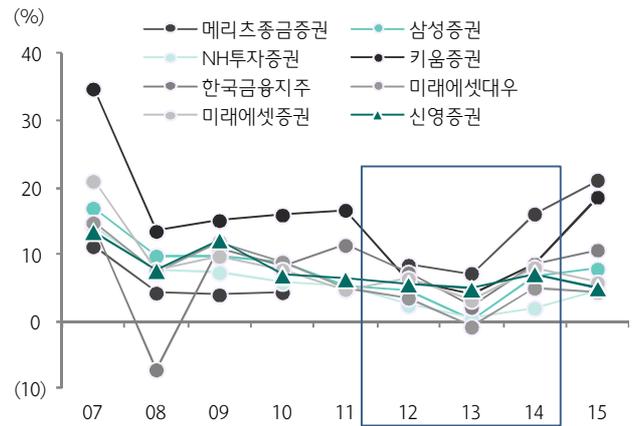
금융위기 이후 증권업 수익은 지속적으로 감소하였으며, 2011년-2013년 큰 폭으로 하락한 후 2014년에 반등하였다. 신영증권은 동기간에 업황대비 비교적 안정적인 수익을 이어 나갔다. 2013년-2015년 크게 성장한 메리츠증권권을 제외하고 신영증권은 업종내에서 높은 ROE 를 유지하였다. 업종 평균 ROE와 비슷한 수준을 보이다 신영증권의 이익이 크게 증가하며 주가도 급등하기 시작한 '13년에는 업종 평균 ROE 2.73% 대비 2배 가까이 높은 4.92%를 기록하였다.

그림 19. 신영증권 주가 추이



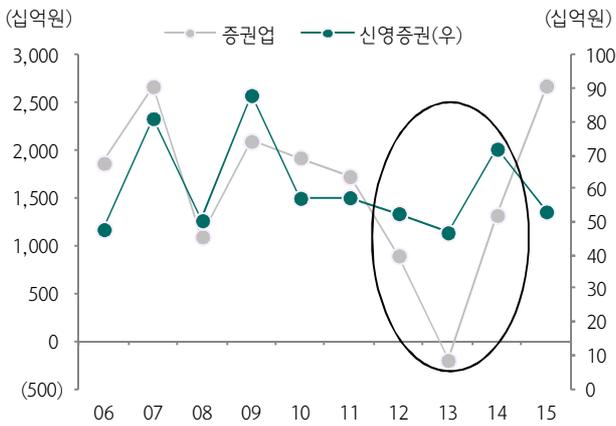
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 20. 증권사 ROE 비교



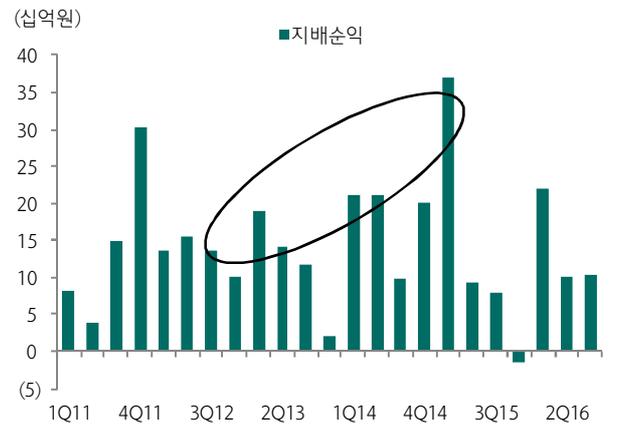
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 21. 신영증권 순익 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 22. 신영증권 분기별 지배순익 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

3) 2013년~2015년 상반기 주도주: 메리츠증권증권

2012년~2014년 상반기 증권업 지수 -24.4%

- 1) 거래대금 급락
- 2) 국내증시불안 고조

2012-2014년상반기까지 증권업의 불황이 지속되며 증권업 지수는 24.4% 하락하였다.

1) 2013년 거래대금은 5.2조원까지 감소하며 5조원대에 머물렀으며, 브로커리지 수익이 큰 비중을 차지하는 증권사 수익에 큰 영향을 끼쳤다. 2) 2013년 동양, STX사태 등 국내 증시 불안 고조 등의 요소로 인해 3) 증권업 전체 당기순익은 적자로 돌아섰으며 ROE는 10년만에 마이너스를 기록하였다.

증권업 불황 탈피를 위해 정부에서는 2013년 자기자본 3조원이상 증권사에 신규업무를 허용하는 자통법개정안을 시행하였고, 장외파생상품 신규 인가제한 폐지, 영업용순자본비율 개선등을 내세운 영업활력 제고방안을 발표해 증권업 터닝포인트를 기대했지만 기대만큼 효과가 있지는 않았다.

기업금융이 수익의 50%이상을 차지하는 메리츠증권증권은 상대적으로 양호한 실적 유지

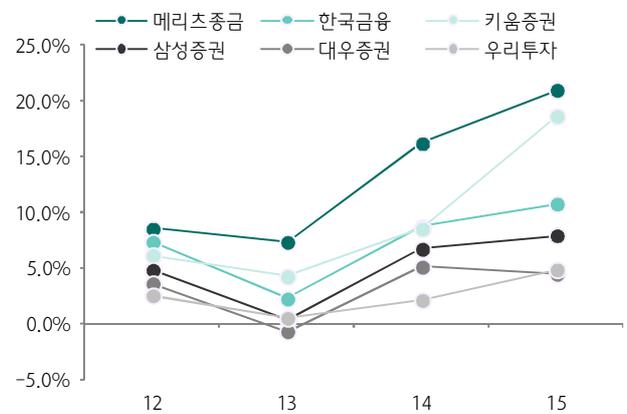
이러한 상황속에서 메리츠증권증권은 타 증권사와 달리 업종내 상대적으로 양호한 실적을 유지하였다. 증권업 평균 ROE가 2009년 8%대 기록한 후 지속적으로 하락추세였던 반면, 메리츠증권의 ROE는 오히려 2012년 8.5%, 2013년 7.3%, 2014년 16.2%, 2015년 21%로 꾸준히 증가하였다. 2013년부터 2015년 상반기까지 메리츠증권의 주가는 무려 402% 상승하였다. 동기간 KOSPI(+70%) 및 증권업(+129%) 지수 상승에 비하면 큰 폭의 증가이다.

그림 23. 메리츠증권증권 주가 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 24. 동기간 증권사별 ROE 비교



주: 연결기준
자료: 금투협, 하나금융투자

**경쟁사와 차별화된 사업모델로
프리미엄 부과**

증권업 불황속에서 메리츠종금증권이 타 증권사 대비 아웃퍼폼할 수 있었던 가장 주된 이유는 **경쟁사와 차별화된 사업모델을 가진 메리츠종금증권에 대한 프리미엄이 부과되었기 때문**이다.

2010년 메리츠증권과 메리츠종금이 합병하며 메리츠종금증권은 2020년까지 종금 라이선스를 보유하게 되었다. 당시 증권사중 라이선스를 가지고 있던 증권사는 우리투자증권과 동양종금증권이었는데 각 2009년 말, 2011년 말에 라이선스가 종료되어 메리츠종금증권은 2012년부터는 종금 라이선스를 가진 유일한 증권사로 실적개선세가 눈에 띄게 증가했다.

**기업금융 수익비중 합병 첫해
6%에서 1년만에 33%까지 증가**

합병 첫해 기업금융 수익비중은 6%에 불과 하였지만, 다음해 33%까지 큰폭으로 확대되며 2014년에는 전체 순영업수익 중 기업금융이 약 58%를 차지하였다. 영업수익의 반 이상이 기업금융에서 차지 하기 때문에 리테일이 50%이상을 차지하는 타 증권사 대비 시장의 영향을 적게 받아 증권업 불황기에도 실적을 유지할 수 있었다.

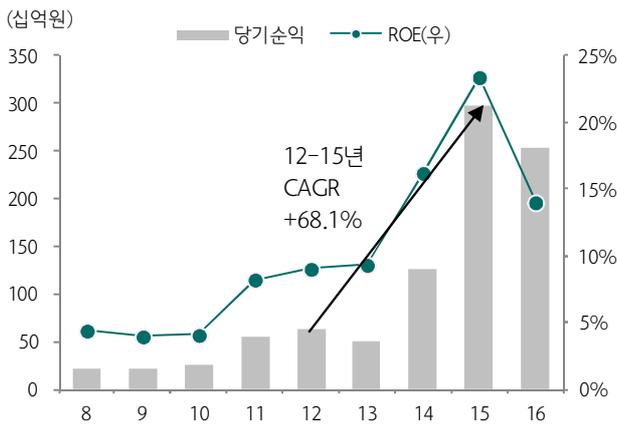
종금 라이선스의 강점은

1) CMA 종금형(5천만원까지 예금자 보호)을 통한 자금조달이 가능하며, 2) 증권 Book에서는 대출금액 100%가 전부 영업용 순자본에서 차감되는 반면, 종금Book에서는 8%만 차감되어 비교적 안정적 NCR비율 유지 가능, 3) 어음발행, 리스 등 종금 라이선스로만 가능한 사업 분야를 통한 수익 창출 이다.

**종금사만의 차별화된 사업모델
프리미엄이 추가 견인**

이러한 종금사의 강점을 지닌 메리츠종금증권은 타 증권사대비 프리미엄이 부과되어 주목을 받았으며, 2013년 들어 건설사 지급보증, 기업여수신 등으로 포트폴리오를 확대하면서 증권업 불황속에서도 유일하게 꾸준한 주가 상승세를 이어갔다

그림 25. 메리츠종금증권 실적추이



주: 별도기준
자료: 메리츠종금증권, 하나금융투자

그림 26. 순영업수익 대비 파트별 수익 비중



자료: 메리츠종금증권, 하나금융투자

4) 2014년 하반기~2015년 상반기 주도주: 한국금융지주, 키움증권

'14년 하반기~15년 상반기 증권업
지수 +55%

1)거래대금 증가, 2)기준금리 하락, 3)
증권업 구조조정, 4) 새 정책 기대감

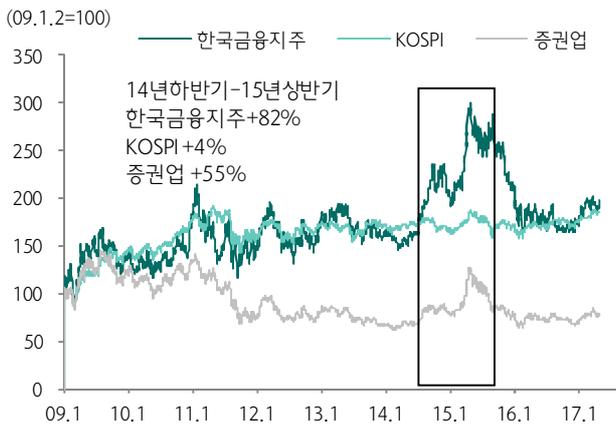
한국금융지주
자회사를 통한 수익다변화와 안정적
인 비용통제에 따른 실적의 견고함

2014년 하반기~2015년 상반기 증권업 지수는 약 55% 상승했다.

1)거래대금은 2014년 3분기 6.3조원에서 2015년 3분기 10.3조원까지 증가하였으며, 2) 2014년도 두번의 기준금리하락에 따른 증권업종 실적개선에 대한 기대감, 3) 증권업 전반적인 구조조정, 4)금융규제개혁방안 추진에 따른 새 정책에 대한 기대감이 이유였다.

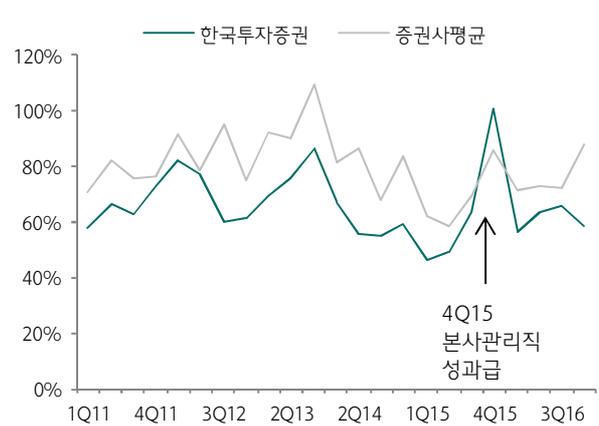
업황전체가 개선 국면에 도래하면서 상대적 이익 레버리지가 큰 종목 선택이 중요한 상황에서 **한국금융지주**의 강점인 자회사를 통한 수익다변화와 안정적인 비용통제에 따른 비용의 효율성으로 타사대비 실적개선폭이 컸다. M&A 혹은 구조조정 등으로 일시적 개선효과를 누린 타사와 달리 **자회사(증권, 운용사, 저축은행 등)의 실적기여도가 높아 상대적으로 양호한 실적 흐름**으로 주가 상승세가 이어졌다.

그림 27. 한국금융지주 주가 추이



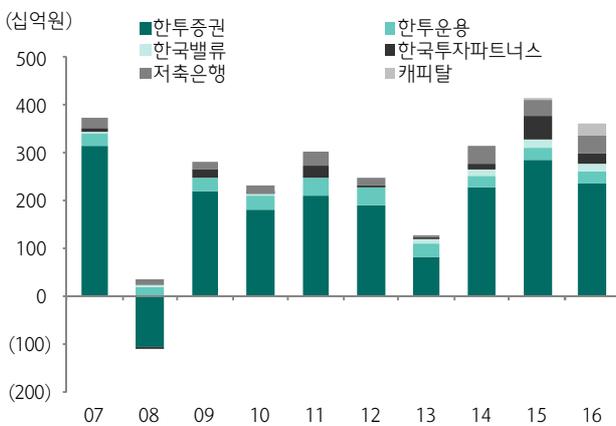
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 28. 한국투자증권 판관비 비중



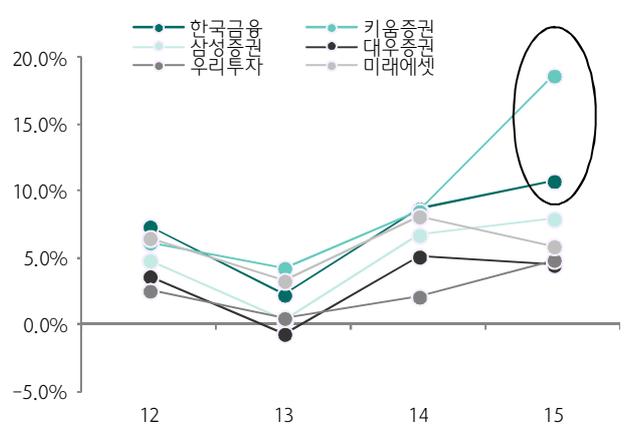
자료: FISIS, 하나금융투자

그림 29. 한국금융지주 자회사 수익 추이



자료: 한국금융지주, 하나금융투자

그림 30. 키움증권 다음으로 높은 한국금융지주의 ROE



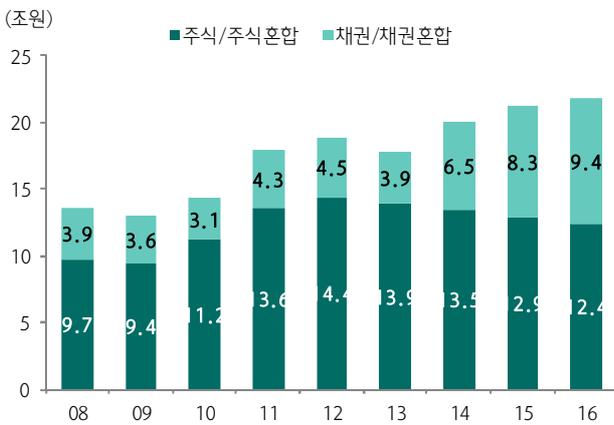
자료: 각사, 하나금융투자

한국금융지주 동기간 주가 +82%
 키움증권 동기간 주가 +102%

한국금융지주의 2014년 하반기~ 2015년 상반기('15년 4월 고점)까지 주가는 82%가 상승했다. 대부분의 증권주가 업황개선 기대감으로 급등 후 상승폭이 둔화된 것에 비해 한국금융지주는 실적이 뒷받침되면서 2015년까지 주가 상승세가 이어졌다.

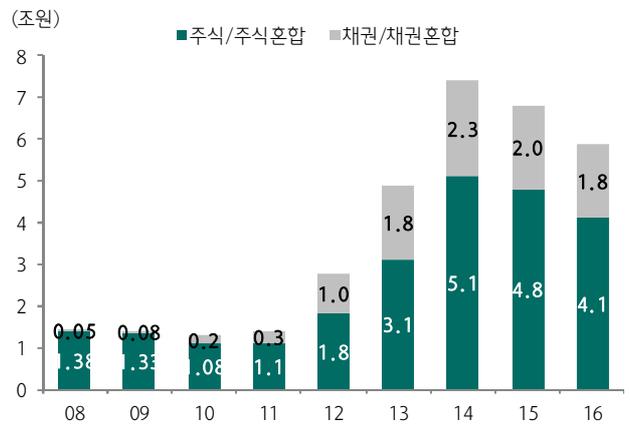
특히 자회사중 한국밸류의 실적상승이 돋보였다. 한국밸류의 AUM은 '12년 2.8조원 '13년 4.9조원, '14년 7.4조원으로 급격하게 상승하였으며, 순익 역시 '12년 20억 수준에서 '15년 176억원까지 상승하였다. 한국밸류의 성장은 금융위기 이후 주식시장 회복국면이 지속되면서 가치주 중심으로 운용을 해온 한국밸류가 주목 받았기 때문이다.

그림 31. 한투운용 AUM 추이



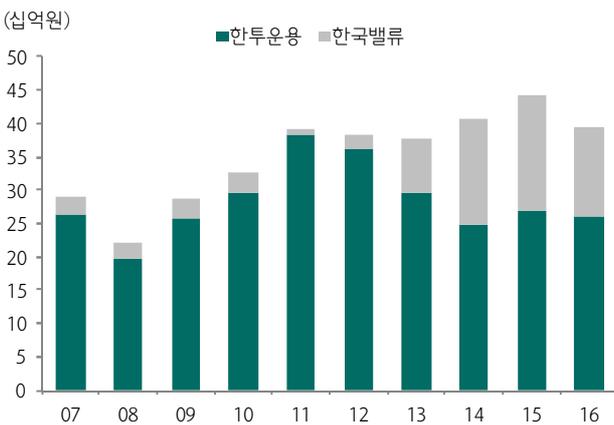
자료: 한국금융지주, 하나금융투자

그림 32. 밸류운용 AUM 추이



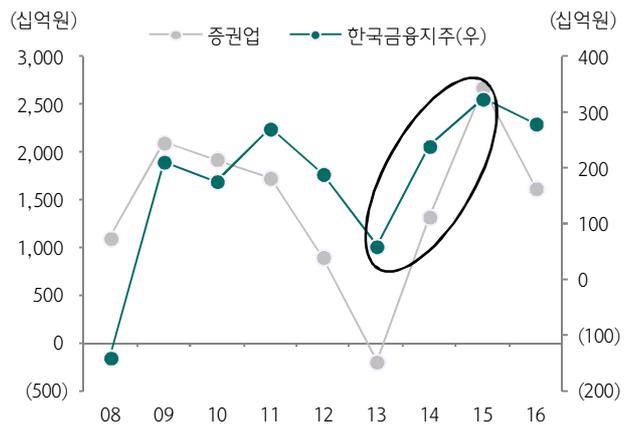
자료: 한국금융지주, 하나금융투자

그림 33. 운용자회사 순익 추이



자료: 한국금융지주, 하나금융투자

그림 34. 한국금융지주 순익 추이



자료: 한국금융지주, 하나금융투자

키움증권
구조조정 없이도 비용의
효율적 관리,
자회사의 안정적 실적기여를
통한 견조한 실적

키움증권의 2014년 하반기~ 2015년 상반기('15년 4월 고점)까지 주가는 102%가 상승했다.

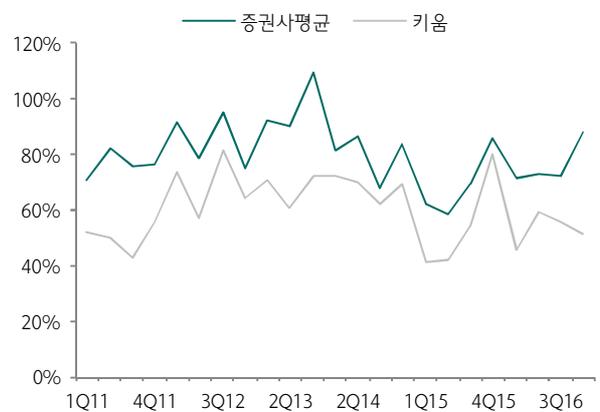
온라인 특화 증권사인 **키움증권**은 타 증권사 대비 판관비율이 적어 비용의 효율성이 높다. 2014년말 자산운용사 합병이 완료되고 저축은행 실적이 흑자로 돌아서며 자회사의 실적이 안정화 되었다. **구조조정 없이도 비용의 효율적인 관리와 자회사의 실적기여에 따른 견조한 실적**이 타 증권사 대비 주가 상승을 이끈 요인이다. 또한, 인터넷은행 사업 진출에 대한 시장의 기대감은 동기간 키움증권의 주가 급등에 큰 역할을 하였다.

그림 35. 키움증권 주가 추이



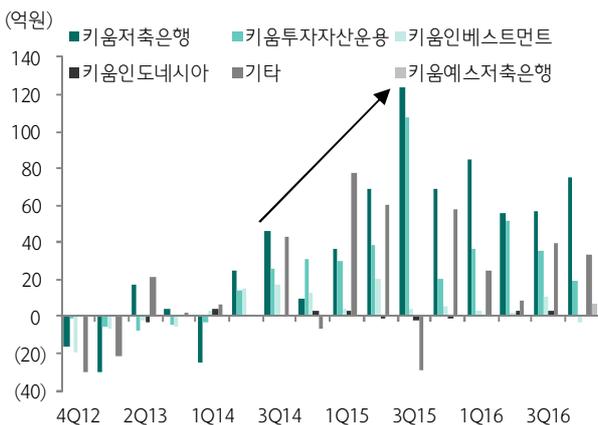
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 36. 키움증권 판관비 비중



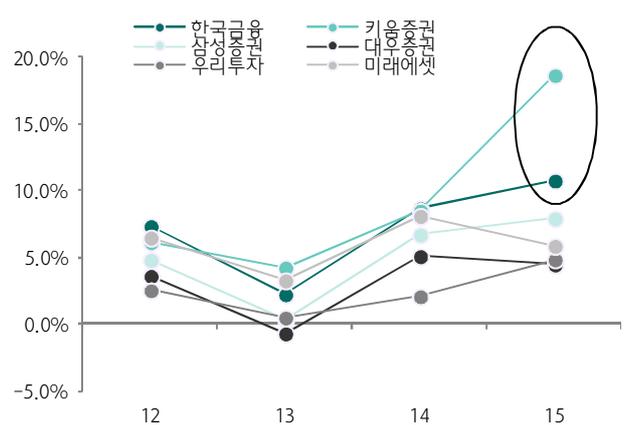
자료: FISIS, 하나금융투자

그림 37. 키움증권 연결총속회사 실적추이



자료: 키움증권, 하나금융투자

그림 39. 타증권사 대비 키움증권의 높은 ROE



자료: 각사, 하나금융투자

5) 2016년 주도주: 키움증권

16년 증권업 지수 -7.2%

- 1) 국내외 증시 불안요인
- 2) 거래대금 감소

키움증권 주가 16년연초대비 8월 고점까지 +50%
비대면 계좌개설에 따른 비용절감 및 점유율 증가로
온라인 특화 증권사 기대감 증가

비대면계좌개설에 따른 수혜주,
주식시장MS 및
개인MS 꾸준한 상승이 주된 이유

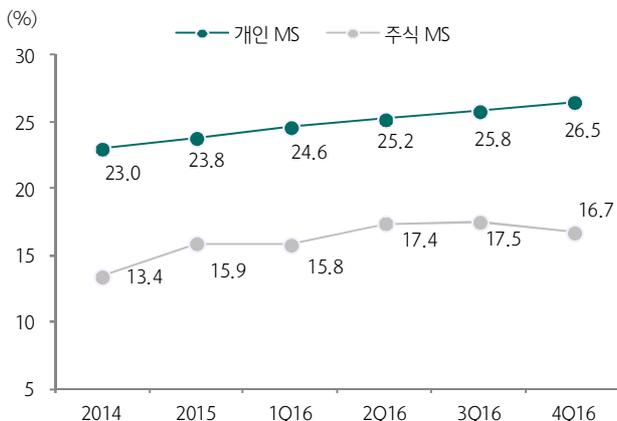
2016년 증권업 지수는 7.2% 하락하였다.

- 1) 브렉시트 등 글로벌 증시 불안과, 2) 국내 경기 및 정치 불확실성, 3) 전년대비 감소한 거래대금 등의 이유로 주식시장 불황에 따른 결과이다.

증권업 불황속에서 키움증권의 주가는 2016년 연초대비 8월 고점까지 50%이상 상승하였다. 2016년 2월 비대면 계좌개설 시행되며 온라인 특화 증권사에 대한 프리미엄이 더욱 부각되었기 때문이다. 주식시장의 온라인 비중은 2015년 50%를 돌파하며 2016년 3분기 58%까지 상승하며 비중이 커지고 있다. 키움증권의 고객 충성도로 주식시장 MS는 매분기 경신하며 2016년 3분기에 17.5%로 최고치를 달성하였다. 거래대금은 부진하였으나, 꾸준한 MS 상승과 매매 회전율이 높은 개인의 점유율 증가로 안정적인 브로커리지 수익을 유지하며 주가 상승이 이어졌다.

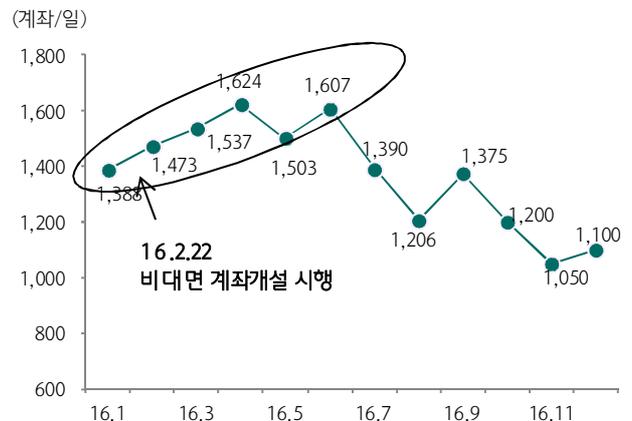
특별한 모멘텀이 없고 여전히 브로커리지 수익이 증권사 수익의 주가 되는 상황속에서 비대면 계좌개설에 따른 수혜와 비용절감, 꾸준한 주식시장MS 및 개인 점유율의 증가가 지속되는 키움증권에 대한 기대감이 '16년 키움증권의 주가 상승을 이끌었다.

그림 40. 키움증권 시장점유율 및 개인점유율 추이



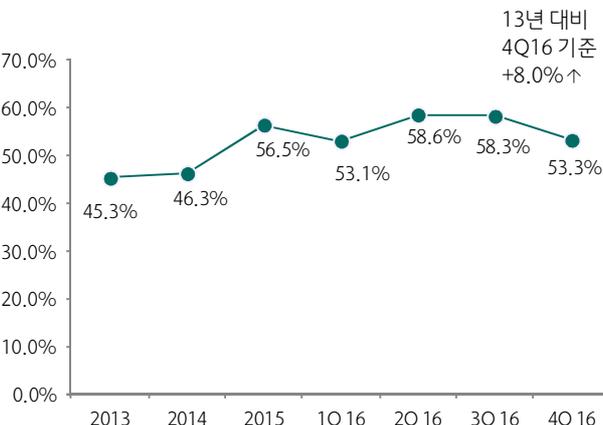
자료: 키움증권, 하나금융투자

그림 41. 키움증권 일평균 신규계좌수 추이



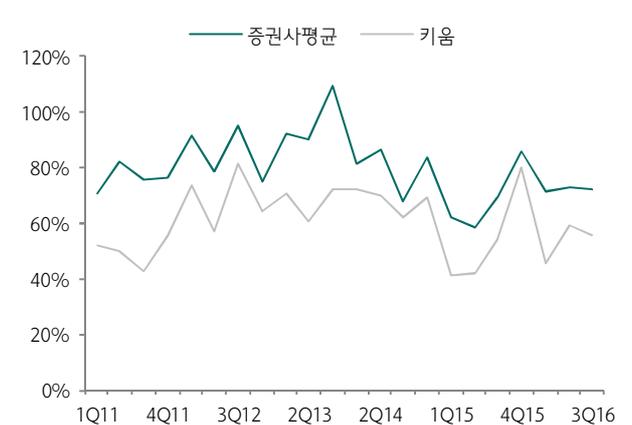
자료: 키움증권, 하나금융투자

그림 42. 주식시장 온라인 비중



자료: 키움증권, 하나금융투자

그림 43. 순영업수익대비 판관비 비중



자료: FISIS, 하나금융투자

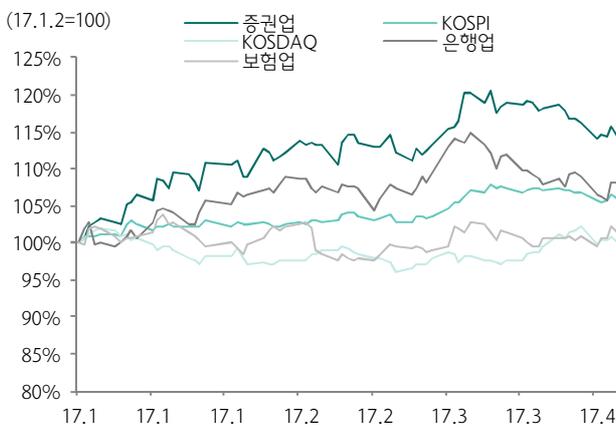
6) 2017년 주도주: 미래에셋대우

'17년 연초대비 증권업 시총 +18.2%
초대형IB 기대감으로 대형주
중심으로 증권주 반등.

2017년 연초대비 1분기 증권업 시총은 18.2% 상승했다. KOSPI +7.1%, KOSDAQ -0.4%, 은행업 +7.9%, 보험업 +0.5%와 비교하면 큰 상승이다. 1) 초대형IB규제에 대한 기대감, 2) 2016년 밸류에이션이 가장 저점이던 시기(PBR 0.5배)까지 하락 후 반등효과, 3) 새 정권 교체에 따른 경기개선 기대와 주식시장 호재로 인해 증권주가 상승추세에 있다.

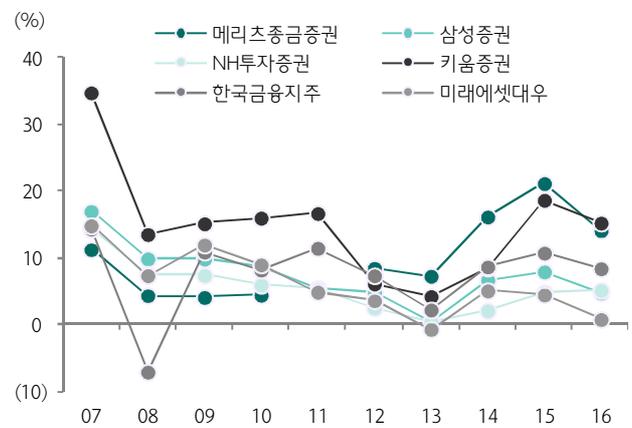
가장 큰 기대감은 올 3분기부터 시행될 초대형IB제도이다. 새 정책에 따라 수혜를 볼 증권사는 대형증권사로 판단하며 대형사 중 가장 큰 자본을 소유한 미래에셋대우가 2017년 증권업을 리드할 것으로 전망한다.

그림 44. 금융업 시총 추이



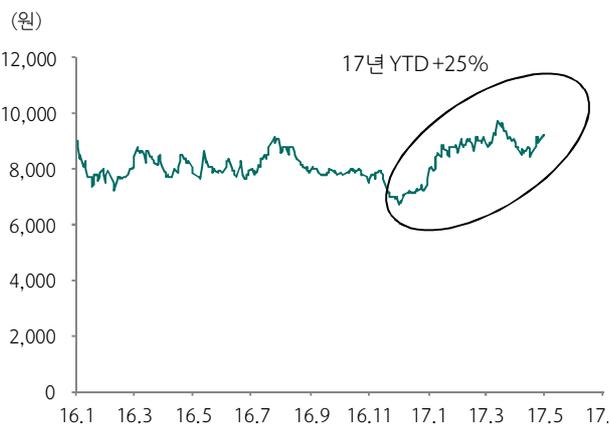
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 45. 증권사별 ROE 비교



자료: 각사, 하나금융투자

그림 46. 미래에셋대우 주가 추이



자료: 각사, 하나금융투자

그림 47. KOSPI, 증권업지수 추이



자료: 각사, 하나금융투자

미래에셋대우

1)국내 최대자본 증권사, 2)주식MS 11%, 3)고액자산가수 14.4만명

새로운 정책 초대형IB 제도가 시행되는 해로 신규사업에 대한 기대감으로 증권주가 급등하였다. 초대형IB제도는 증권사 자본규모(4조원이상, 8조원이상)에 따라 신규사업을 허용하는데, 국내 증권사 중 미래에셋대우, NH증권, KB증권, 삼성증권, 한국투자증권만이 자격조건이 충족된다. 이 중 자본규모 8조원이상 증권사에 주어지는 IMA 신규업무는 현재 가장 큰 자본규모(6.7조원)를 가진 미래에셋대우만이 충족 가능성이 높아 대형주 중 프리미엄이 부과되며 업종 주가를 리드하였다.

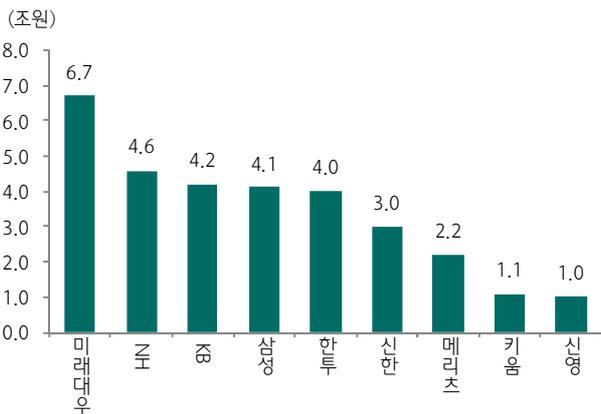
미래에셋대우는 1) 국내 최대자본 증권사, 2) 합병으로 시장점유율이 7%수준에서 11%까지 상승하였으며, 3) 1억원이상 고액자산가수는 14.4만명으로 업계 1위사로 올라섰고, 4) 두회사(대우증권, 미래에셋증권)의 시너지로 IB, WM부문 모두 강점을 가진 증권사이다.

새 정책에 따른 대형증권사 수혜 예상. 대형사 중 미래에셋대우 탑픽

새로운 정책에 대한 기대감, 국내의 경기개선 기대에 따른 주식시장 활황, KOSPI지수의 연이은 신고가 경신에 따른 증권업의 호재는 브로커리지, IB, WM 모든 수수료수의 부문에 강점을 가진 미래에셋대우에 가장 큰 수혜를 끼칠것으로 예상된다.

다음장부터 증권업 현황 및 추이, 규제에 대해 자세하게 분석하고자 한다.

그림 48. 증권사 자본규모



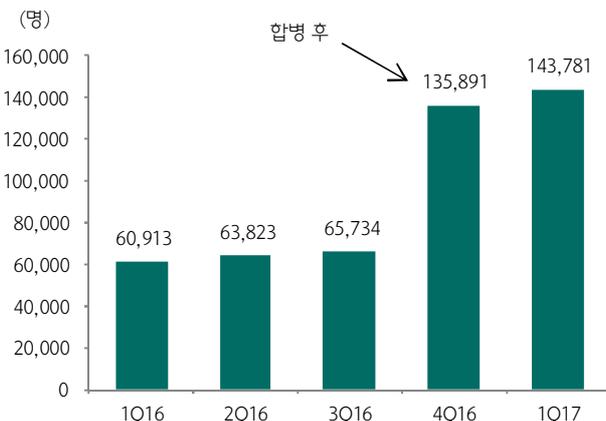
자료: 각사, 하나금융투자

그림 49. KOSPI, 증권업지수 추이



자료: 각사, 하나금융투자

그림 50. 미래에셋대우 고액자산가수 추이



자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

그림 51. 미래에셋대우 주식MS



자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

3. 증권사 신규 수익원 확보 및 수익 다변화 가시화

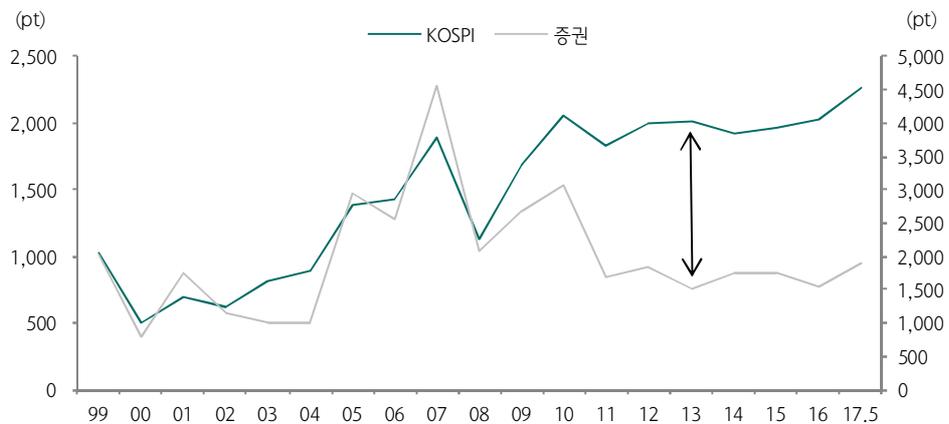
1) 증권사 주 수익원 위탁매매 수수료수익의 한계

비례하던 KOSPI지수와 증권업지수 금융위기 이후부터 격차 확대.

기본적으로 증권업종의 주가는 증시상승 → 거래대금증가 → 수익성 증가 기대감 흐름의 영향을 받는다. 과거 데이터를 보면 증권업의 수익은 KOSPI지수와 비슷한 흐름을 보여왔다. KOSPI지수와 증권업지수는 2000년대 들어서 꾸준히 상승하다 금융위기 이후 KOSPI 1,124pt, 증권지수 2,083pt까지 크게 하락하였다. 이후 KOSPI지수는 다시 반등하며 최근 2,300pt까지 상승하였으나, 증권업 지수는 2016년말 1,500pt 선까지 떨어지며(최근 1,900pt 까지 반등) 금융위기 때보다 더욱 하락하였으며 코스피와의 격차가 확대되어가는 모습이다.

주식시장의 영향을 많이 받는 수탁수수료수익과 KOSPI지수와와의 관계를 통해서도 같은 흐름을 볼 수 있다. KOSPI지수와 수탁수수료수익은 대체로 양의 상관관계를 보여왔으나, 금융위기 이후 KOSPI지수, 즉 주식시장 흐름과 상관없이 수탁수수료수익은 정체되는 모습이다. 이는 위탁매매수수료수익이 시장흐름과 상관없이 악화되고 있음을 보여준다.

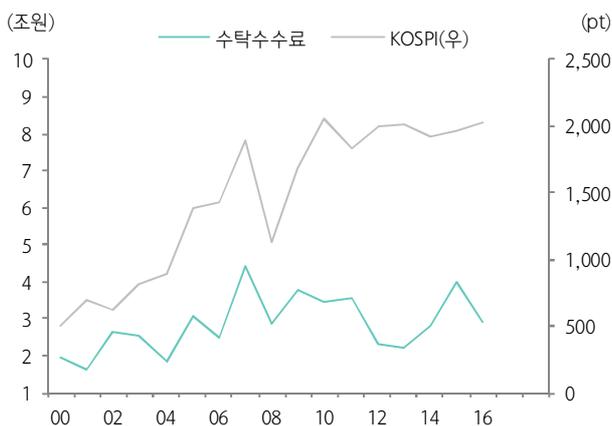
그림 52. KOSPI지수와 증권업지수



자료: Quantwise, 하나금융투자

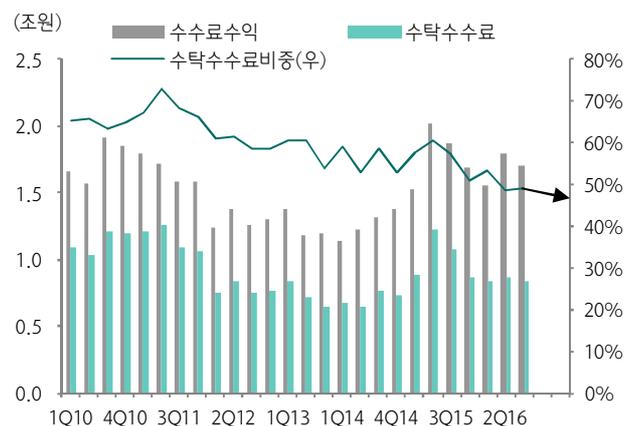
금융위기 이후 KOSPI지수와 증권업지수 흐름 불일치

그림 53. KOSPI지수와 수탁수수료



자료: FISIS, 하나금융투자

그림 54. 수탁수수료비중



자료: FISIS, 하나금융투자

과당경쟁으로 인한 수수료율
최저수준까지 감소,
경기 회복둔화로 인한 거래대금
지속 감소로 위탁매매수수료수익
현수준에서 회복 어려울 것으로 판단.

위탁매매수수료는 거래대금 x 위탁매매수수료율로 결정이 된다. 글로벌 경기 회복 둔화, 저 성장에 따른 기업 수익성 저하로 인한 주식시장의 침체는 거래대금 감소로 이어지고 있으며, 증권사 간 경쟁심화로 인해 수수료율은 최저수준까지 하락하였다. 위탁매매수수료수익은 증시의 변동성 때문이 아닌 거래대금과 수수료율의 감소 등 구조적 문제라는 점에서 현수준에서 크게 회복되긴 어려울 것으로 전망한다.

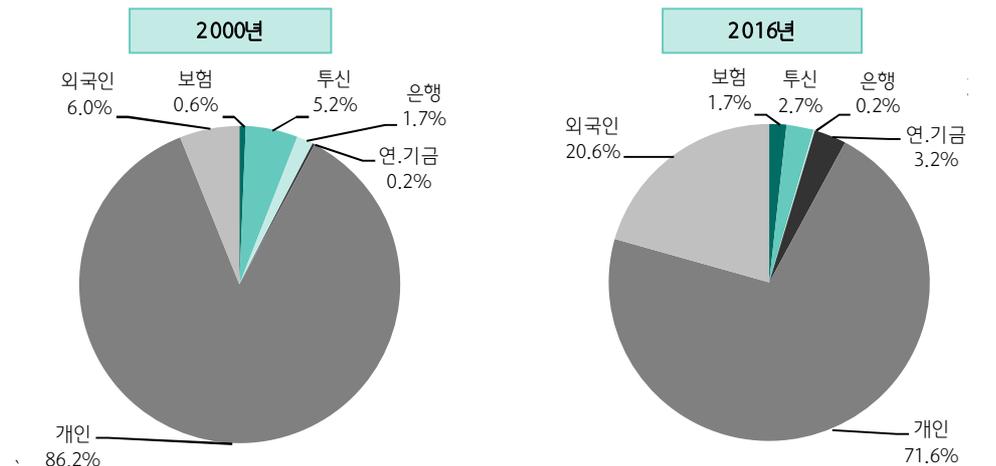
상대적으로 매매회전율이 높은 개인의 비중 감소도 위탁매매수수료수익 감소의 원인이다. 2000년 개인투자자 비율은 전체의 86%였으나, 2016년 72%로 -14% 하락하였다.

증권업의 신규 수익원 확보 및 수익
다변화를 통한 안정적 수익구조 갖추
기 위한 노력 필요

이러한 산업환경 속에서 증권사들의 새로운 수익원 발굴은 오랫동안 중요한 이슈였으며 IB, WM수수료 쪽으로 사업 포트폴리오 다변화를 위해 노력하였으나 여전히 위탁매매수수료수익의 중심에서 벗어나지 못하고 있다. 따라서 증권업종의 회복을 위해서는 기존 수수료수익 의존도에서 벗어나 하루빨리 신규 수익원 확보 및 수익 다변화를 통해 안정적인 수익구조를 갖추어야 할 것이다.

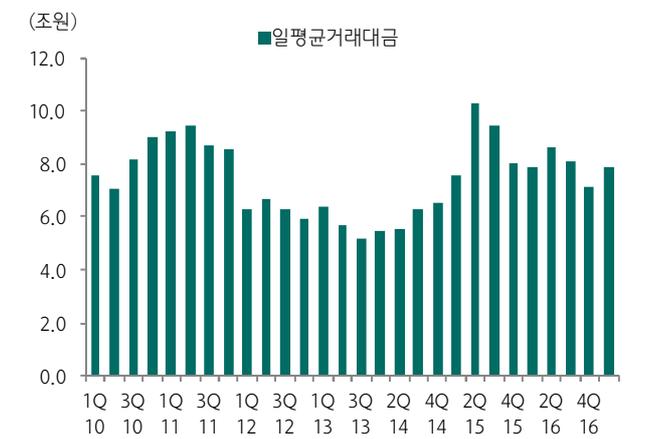
'16년 개인비중 71.6%로
'00년대비 14%감소

그림 55. 투자자별 비중



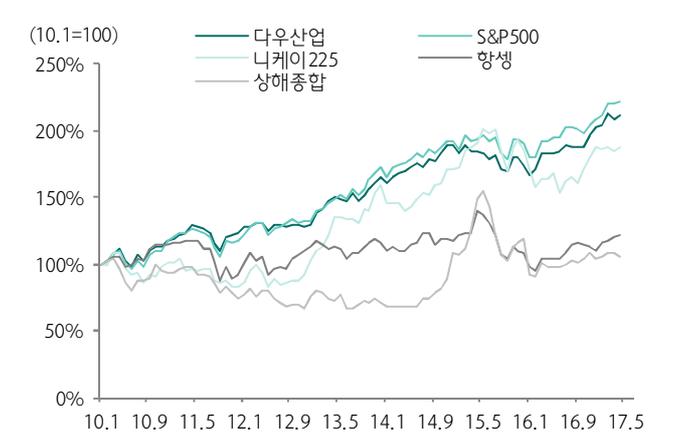
주: KOSPI, KOSDAQ, KONEX 합산기준
자료: KRX, 하나금융투자

그림 56. 일평균거래대금 추이



자료: KRX, 하나금융투자

그림 57. 글로벌 증시 추이



자료: FISIS, 하나금융투자

2) IB수수료수익 비중 증가

위탁수수료수익은 수수료율 경쟁 및 거래대금 축소로 점차 줄어드는 중

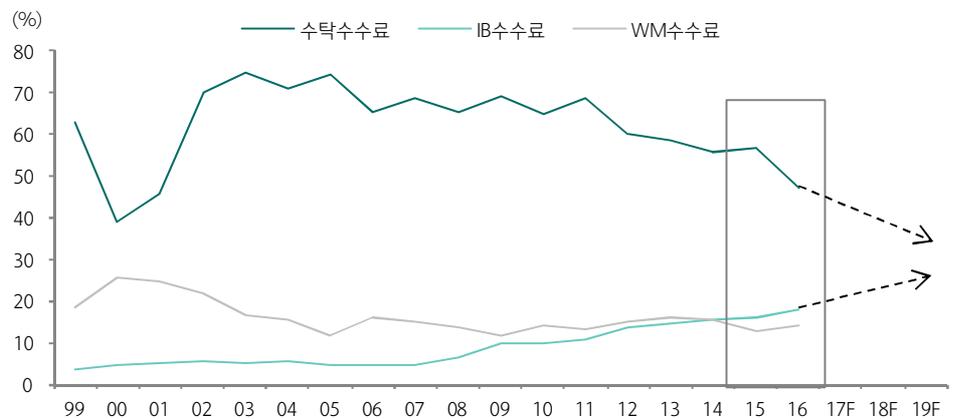
과거 위탁수수료는 수수료수익의 70%를 차지할 만큼 증권사 수익의 가장 중요한 파트였다. 1997년 위탁매매 수수료율 자율화가 시작되면서 수수료율 경쟁이 시작되었고 이후, IT 발달로 온라인 증권서비스를 시작하고 온라인 증권사가 설립이 되며 위탁매매수수료율은 지속적으로 낮아졌다. 2000년대 초반(온라인 증권사 출범전) 평균 수수료율 18bp 였으나 현재 8bp까지 낮아졌다. 금융위기 이후 글로벌경기 회복세 둔화가 이어지고 저성장에 따른 주식 시장 침체로 거래대금도 감소하여 위탁매매수수료수익 중심의 수익구조에서 벗어나 수익구조 다변화에 대한 관심은 더욱 고조 되고 있다.

IB수수료수익 비중 20%까지 상승하며 향후 증권사 주 수익원으로서의 기대 증가

사업 포트폴리오 다변화의 목소리가 나오기 시작하며 정부와 증권업계는 특히 기업금융, IB 쪽으로의 확대를 위해 노력하였다. 과거 75%까지 차지하던 위탁수수료 비중이 50%아래까지 떨어졌으며, IB수수료수익은 5%미만 수준에서 최근 저점 대비 15% 상승한 20%까지 올라오며 꾸준히 증가하고 있다. 전통적 IB수수료를 벗어나 자산유동화증권, 부동산PF 등 새로운 수익이 증가하고 있으며 최근 정부의 초대형 투자은행 육성을 위한 규제로 IB수수료수익은 증권사 새로운 주 수익원으로서의 기대가 증가하고 있다. 수수료수익 내 IB수수료수익 비중은 더욱 커질 것으로 예상된다.

그림 58. 수수료수익 비중 추이

IB수수료수익 비중 증가



자료: KISS, 하나금융투자

표 1. 수수료수익 비중 추이

위탁매매수수료율 1.1bp 최저수준으로 하락

시기	내용
1997	위탁매매수수료율 자율화
1998.8	대신증권 온라인 증권거래 서비스 개시
2000	이트레이드, 미래에셋, 키움증권 등의 진입으로 최저 수수료율 하락(2.4bp)
2003.1	동원증권 주식수탁 정액 수수료 도입
2004.1	우리증권 은행연계계좌 대상 월정액 수수료제 도입
2008.4	하나대투증권 은행연계계좌수수료 1.5bp도입 동양증권은행 은행연계(1.5bp) 및 지점계좌 최저수수료(1.9bp)도입
2008.4-2011.2	한투, 이트레이드, 키움, 대우 등 10개사 최저수수료(1.5bp)도입
2011.2-현재	대신, 한화 등 최저수수료(1.1bp) 도입

자료: 각사, 하나금융투자

3) 증권업의 규모 확대 및 차별화된 전략

'09년 자통법 시행으로
금융투자업 경영 허용.
'11년 자통법 개정을 통해
자기자본 3조원 이상 증권사에
기업신용공여,
프라이브로커리지 등 신규업무 허용.

증권업계는 규모와 상관없이 업무영역에 대한 과다한 규제로 대부분의 증권사들이 비슷한 유형의 사업 포트폴리오를 가지고 있었다. 이에 정부는 증권사의 업무영역을 확대하고 신규 업무를 허용하며 수익 다변화 및 신규 수익원 창출을 유도 하였다. '09년 자본시장통행법 시행을 통해 금융투자업(매매, 중개, 자산운용, 투자자문, 투자일임, 자산보관관리)간 겸영이 허용되도록 하였으며, '11년('13년 시행)에는 자통법 개정을 통해 자기자본 3조원 이상 증권사에 한해 기업 신용공여, 프라이브로커리지 등의 신규 업무를 허용함으로써 증권사의 규모 확대와 수익개선을 위해 힘써왔다.

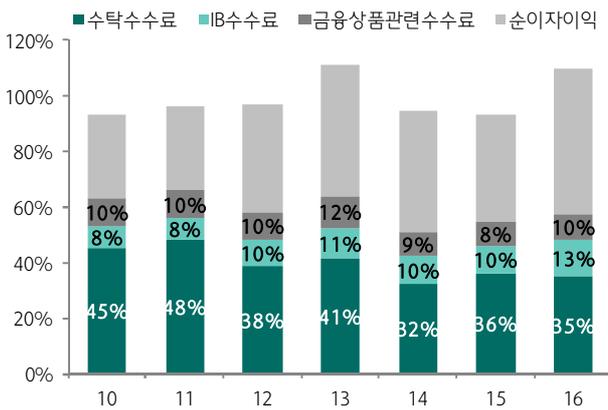
은행업 자기자본 140조원,
증권업 자기자본 45조원.
은행>증권 규모의경쟁에서
불리한 상황

그러나 우리나라는 여전히 은행 중심의 금융시장 구조이며, 은행 서비스와의 특별한 차별화 서비스가 존재 하지 않아 증권업으로의 머니무브 현상은 크게 이루어지기 힘들었던게 사실이다. 2016년 12월말 기준 은행의 자기자본은 별도기준 약 140조원, 증권업의 자본규모는 약 45조원으로 자본차이는 3배 이상으로 자본여력이 큰 은행의 기업금융 사업이 훨씬 유리한 상황이다.

브릿지론, PBS등 증권업만의
차별화된 전략을 통한
성장 기대 가능

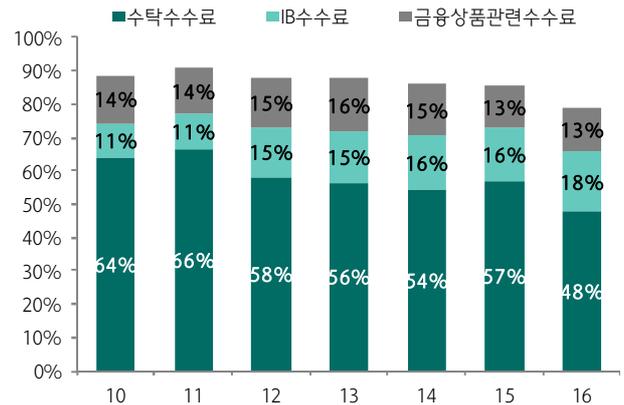
점차 증권업은 차별화된 1) M&A, IPO 등 IB 업무와 연계된 브릿지론 등을 통해 기존 단순 담보대출과의 차이점 부각, 2) 과거 협소했던 헤지펀드 시장규모로 인해 큰 수익을 얻을수 없었던 PBS(Prime Broker Service) 확대 등의 업무를 통해 확장해 나갈 수 있다 판단한다. 또한, 정부의 증권업계 규모확대를 통한 초대형 투자 은행으로의 발전을 위한 규제 완화 및 도입은 증권업에 더욱 긍정적이다.

그림 59. 순영업수익대비 수수료수익 비중



자료: FISIS, 하나금융투자

그림 60. 수수료수익 기여도



자료: FISIS, 하나금융투자

4. 규제완화를 통한 증권업 대형화

1) 대형투자은행 탄생을 위한 대형화 시작

정부는 2009년 자본시장통행법 시행을 통해 금융투자업간 겸영이 허용되도록 하였으며, 2011년(2013년시행)에는 선진국의 투자은행처럼 대형투자은행 탄생의 목적으로 자본시장법 제정 및 개정을 통한 '종합금융투자사업자 제도'를 도입하였다.

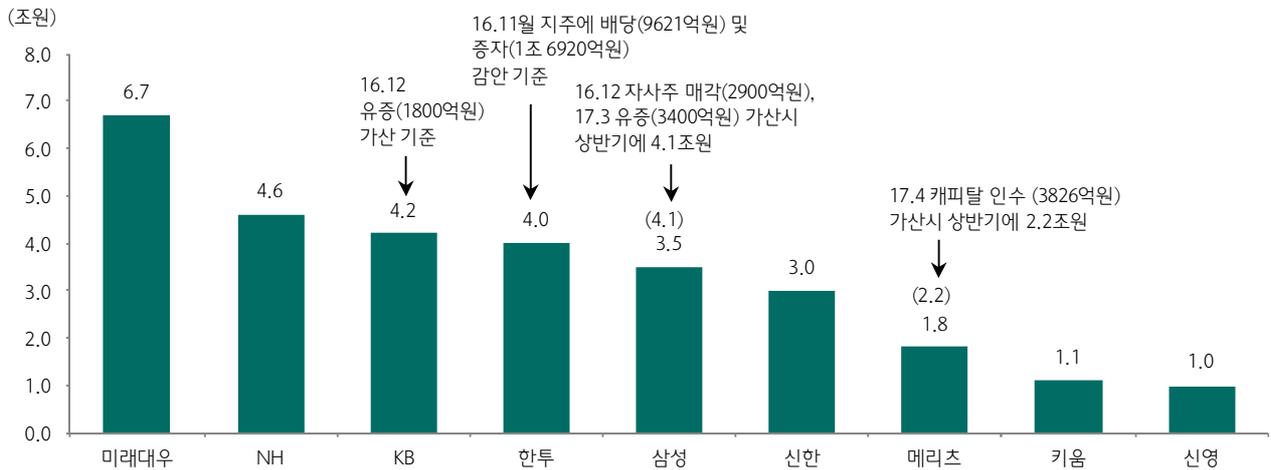
'11년 자기자본 3조원 이상의 종합금융투자사업자로 선정되기 위한 증권사들의 유상증자로 증권업 대형화 시작.

2011년 증권업은 정부가 추진한 자기자본 3조원 이상 증권사에게 주어지는 신규 업무를 위해 '종합금융투자사업자' 로 선정이 되기 위한 대형 증권사 중심의 유상증자가 있었으며, 이로 인해 증권사의 대형화가 시작되었다. 2014-2015년 신NCR제도 도입, 레버리지비율 규제, 기업금융 기능 강화 방안을 통해 대형 증권사에 유리한 산업환경을 만들어 계속해서 대형화를 유도하였다. 2016년 자기자본 4조원이상 증권사에 신규업무를 허용하는 초대형IB 제도 도입을 통해 이를 충족하기 위한 대형 증권사 중심으로 2011년 이후 또 한번의 유상증자가 이루어지며 증권사의 대형화가 지속되고 있다.

M&A를 통한 규모의 확대도 증권업 대형화에 일조.

또한, 증권사 간 M&A도 증권업 대형화에 일조 하였다. 글로벌 금융시장의 불안함과 국내 산업의 오랜 저성장으로 인한 증권업의 성장둔화 및 경쟁심화로 인한 결과이다. 최근 증권사 간 M&A로(우리투자증권과 NH농협증권의 합병, 메리츠증권과 아이엠투자증권의 합병, 미래에셋증권과 대우증권의 합병, 현대증권과 KB증권의 합병) 증권사의 자기자본이 크게 증가하였다.

그림 61. 증권사 자기자본 현황



자료: 각사, 하나금융투자

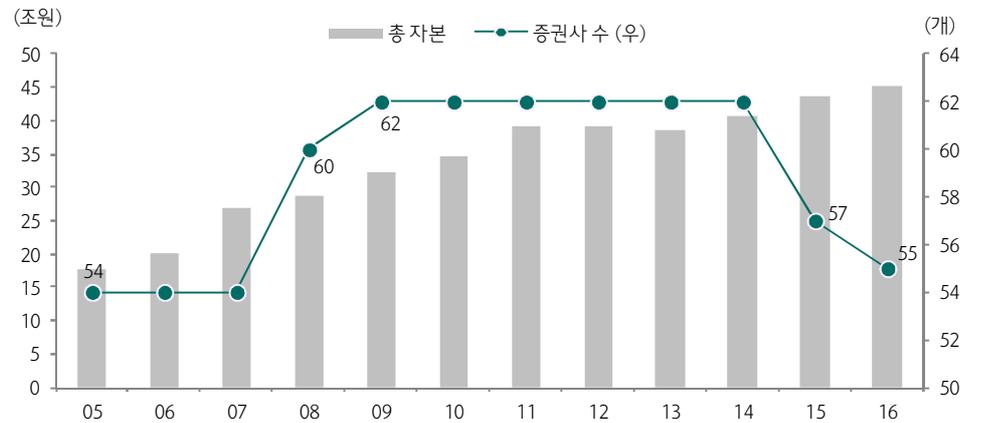
표 2. 증권사 자본확충

2011년					2016-17년				
	시행시기	조달방식	조달규모	증자후 자본		시행시기	조달방식	조달규모	증자후 자본
삼성	2011.11	유증	4,080억원	3.2조원	삼성	2017.03	유증	3,388억원	4.1조원
대우	2011.10	유증	1조 1,242억원	3.87조원	한투	2016.12	유증	1조 6,920억원	4.03조원
우투	2011.11	유증	6,360억원	3.4조원	메리츠 증권	2017.04	메리츠캐피탈 100%인수	3,826억원	2.2조원
한투	2011.10	유증	7,300억원	3.08조원	신한금투	2016.08	유증	5,000억원	3.04조원
현대	2011.12	유증	5,662억원	3.01조원					

자료: 각사, 하나금융투자

그림 62. 증권사 수 및 증권업 총 자본 추이

'16년 증권업 자본 45.2조원



자료: KISIS, 하나금융투자

표 3. 증권사 M&A

시기	내용	구분
2000	삼성증권 - 삼성투자신탁증권	합병
2001	동양증권 - 동양현대종합금융	합병
2002	리젠트증권 - 일은증권	합병
2002	신한증권 - 굿모닝증권	합병
2004	동부증권 - 갯모어증권	합병
2005	동원금융지주 - 한국투자증권	합병
2014	NH농협증권 - 우리투자증권	합병
2015	메리츠증권 - 아이엠투자증권	합병
2016	미래에셋증권 - 대우증권	합병
2016	KB투자증권 - 현대증권	합병

자료: 각사, 하나금융투자

2) 자통법개정('13.10시행): 기업 신용공여, 프라임브로커리지 등 신규업무 확대

인수금융, PBS 통한 수익원 확대

1) M&A, IPO, 인수주선 등 IB 업무와 연계를 통한 브릿지론 확대를 통한 은행 기업대출과 차이점 부각, 2) 성장한 헤지펀드 시장으로 PBS 업무 확대를 통한 수익 창출이 가능할 전망이다.

자기자본 3조원 이상 종합금융투자사업자(대우증권, NH증권, 삼성증권, 한투증권, 현대증권)

정부는 2011년 자본금 3조원 이상의 증권사를 '종합금융투자사업자' 로 지정 이들에 대해 프라임브로커리지, 기업신용공여 등의 업무를 신규로 부여 해주는 자통법 개정안을 추진하였다('13.10 시행). 자기자본 3조원 이상 요건을 충족시키기 위해 2011년 대형사를 중심으로 자본확충이 진행되었으며, 당시 5개 증권사(대우증권, NH증권, 삼성증권, 한국투자증권, 현대증권)는 종합금융투자사업자로 지정되어 신규 업무로의 확대가 가능하였다.

기업 신용공여, 프라임브로커리지서비스 업무 가능

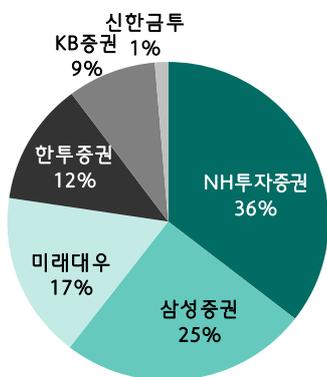
종합금융투자사업자로 선정된 5개 증권사는 기업에 대한 신용공여(대출, 지급보증, 어음할인 등) 업무가 가능해졌으며, 이를 통한 M&A 자문, 인수 과정에서의 브릿지론 같은 인수자금 제공이 가능해졌다. 또한, 프라임브로커리지 업무 부여로 증권사가 헤지펀드 운용에 필요한 대출, 증권대여, 헤지펀드 재산 보관, 관리, 자문, 리서치 등 관련 종합 서비스 제공이 가능해졌다.

기존 은행 및 보험 기업대출과의 차이점이 없다는 점과, 당시 국내 헤지펀드 시장의 규모가 협소하여 종합금융투자사업자로 선정된 증권사의 특혜를 이용한 발전은 미미하였다.

'17년 3월 기준 헤지펀드 설정액 7.2조원

국내 헤지펀드 시장은 2015년 10월 자본시장법 개정안 도입 후 본격적으로 성장하기 시작하였다. 2015년말 기준 한국형 헤지펀드 설정액은 약 2.9조원이었으나, 2016년 상반기 5조원 돌파, 2016년 하반기에는 6.6조원을 돌파하였으며 최근 2017년 3월 기준 헤지펀드 설정액은 7.8조원까지 증가하였다. 이런 가파른 국내 헤지펀드 시장의 규모로 인해 향후 종합금융투자사업자로 선정된 6개사(미래대우, NH, 삼성, 한투, KB, 그리고 최근 3조원 충족한 신한투)의 PBS 업무를 통한 수익은 점차 증가할 것으로 전망한다.

그림 63. PBS M/S 점유율



자료: 각사, 하나금융투자

표 4. 국내 헤지펀드 시장의 급성장

(단위: 십억원)

2016.12기준	펀드설정 원본액	점유율	2017.3기준	펀드설정 원본액	점유율
NH증권	2,277.7	34.4%	NH증권	2,760.8	35.4%
삼성증권	1,527.7	23.0%	삼성증권	1,948.5	25.0%
미래대우	1,349.2	20.4%	미래대우	1,315.3	16.9%
한투증권	938.4	14.2%	한투증권	966.6	12.4%
KB증권	535.9	8.1%	KB증권	693.3	8.9%
신한금융투자			신한금융투자	103.6	1.3%
합계	6,628.9		합계	7,788.1	

자료: 각사, 하나금융투자

3) 순자본비율(NCR) #1.: 규제완화로 자본활용도 증가

2016년부터 전면 시행된 신NCR제도, NCR(Net Capital Ratio)은 순자본비율로 증권사의 재무 건전성을 파악하는 기준이 되는 지표이다. 구NCR이 변화된 증권회사의 영업모델과 시장환경을 충분히 반영하지 못하고 있다는 평가와 부정확한 정보 제공(대형사NCR < 소형사NCR, 자본잠식 증권사NCR > 비잠식 증권사NCR)의 이유로 정부가 신NCR제도를 도입하였다.

신NCR=(영업용순자본-총위험액)/필요 유지 자기자본

신NCR은 1) 비율 산출 기준이 기존 '영업용순자본/총위험액'에서 '(영업용순자본-총위험액)/필요 유지 자기자본'으로 변경되었다. 2) 적기시정조치 기준은 기존보다 하향되었으며, 3) 연결회계기준 NCR 산출, 4) 위험액 등 구성요소 산정 합리화로 개선 도입되었다.

장외파생상품 신NCR 150% 적용

신NCR이 도입되었지만 장외파생상품에 대해서는 계속 구NCR이 적용되어왔다. '17년2월 장외파생상품에 대해서도 신NCR을 적용하는 개정안이 의결되었다. 다만, 기존 순자본비율 100%보다는 강화된 150%가 적용이 된다. 장외파생상품에도 신NCR이 적용되면서 다양한 금융상품 및 위험자산에 대한 투자를 늘릴 수 있을 것으로 전망한다.

표 5. 신NCR제도 요약

개선방안	기대효과
NCR 산출체계 - 기존 '영업용순자본/총위험액'에서 '(영업용순자본-총위험액)/업무단위별 필요유지 자기자본'	NCR변동성 완화 및 재무건전성 지표로서의 실효성 제고
연결기준 NCR 제도 도입	자회사 리스크 관리 강화 및 해외진출, M&A 활성화
구성요소 산정 합리화 - 영업용순자본 인정범위 확대 - 위험값의 합리적 조정 - 기타 부담 완화	규제완화를 통한 자본활용도 제고

자료: 금감원, 하나금융투자

표 6. 자본규모 4조원이상 대형사 순자본비율 크게 상승

	신NCR	구NCR
미래에셋대우주식회사	2,392	285
NH투자증권	1,356	237
KB증권주식회사	1,635	391
한국투자증권	1,600	338
삼성증권(주)	1,601	399
빅5	1,702	312

주: 16년 12월 기준
자료: 하나금융투자

표 7. 적기시정조치 기준 완화

	경영개선		
	권고	요구	명령
구NCR	150%	120%	100%
신NCR	100%	50%	0%

자료: 금감원, 하나금융투자

4) 순자본비율(NCR) #2.: 규제완화로 인한 잉여투자여력자본 15.6조원

신NCR 200% 유지 가정시 증권사 잉여투자자본은 15.6조원

자본력이 큰 증권사에 유리. 자기자본 활용도 높아짐

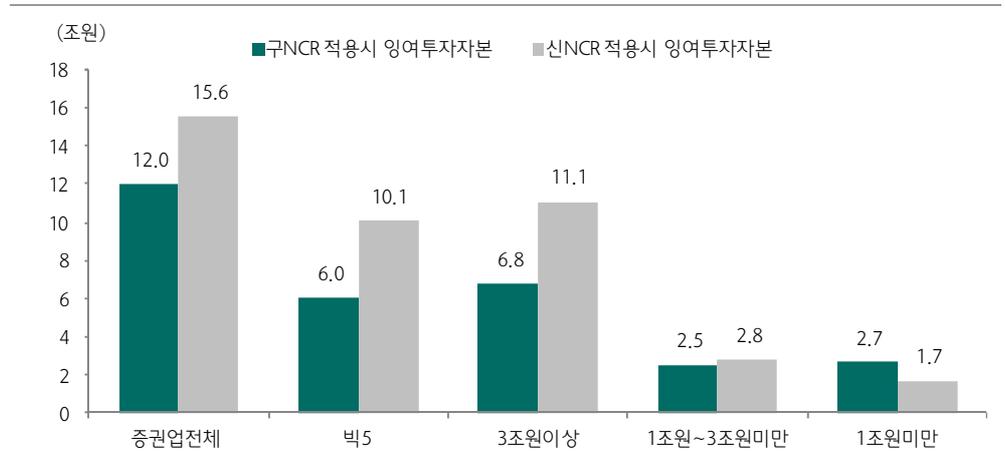
신NCR 제도의 적기시정조치 기준 비율은 100%이며, 2배 수준인 200%까지 유지한다고 가정시 증권사 잉여투자자본은 15.6조원으로 추산된다. 구NCR 적용시 12조원이던 잉여자본과 비교시 약 3조원 이상의 잉여자본여력이 생긴 것이다.

주목할 점은 신NCR 제도로 대형사의 잉여자본여력이 중소형사에 비해 훨씬 큰 규모로 확대되었다는 점이다. 빅5(미래대우, NH, 삼성, 한투, KB)의 잉여자본은 10조원으로 구NCR 적용시 6조원대비 약 2배가까이 확대되었다. 반면, 1조원이상 3조원 미만의 중형사는 2.8조원, 구NCR 적용시 2.5조원과 별 차이가 없으며 1조원 미만의 소형사는 오히려 구NCR적용 때보다 자본여력이 감소되었다. 신NCR의 분모인 ‘인가 업무별 필요 자기자본’ 은 사실상 고정되어있는 값이기 때문에 영업용 순자본이 큰 대형사에게 더 유리해 진다.

신NCR 적기시정조치 기준비율대비 2배인 200% 준수 가정시 빅5(미래대우, NH, KB, 한투, 삼성)의 잉여투자여력 자본은 약 10조원이다. 잉여자본을 전부 활용하여 투자수익률 2% 적용하면 약 2000억원의 수익이 가능하며, 이는 ROE +0.87%p까지 확대가 가능하다. 커버리지 기업 개별 ROE 개선폭은 삼성 +0.96%p, 한투 +0.92%p, 미래대우 +0.89%p, NH +0.66%p 으로 추정한다.

신NCR 적용으로 대형사의 잉여투자자본은 크게 증가한 반면, 중소형사의 잉여자본은 오히려 감소

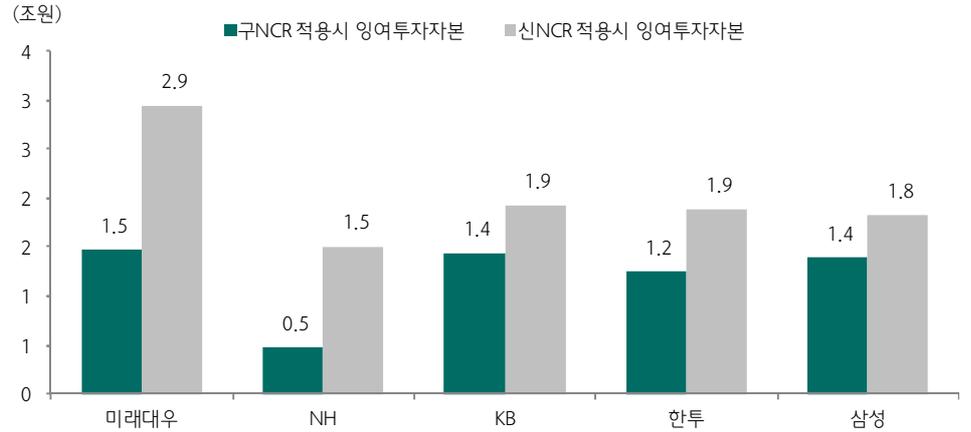
그림 64. 증권사별 신NCR 적용에 따른 잉여투자자본비교



주: : 빅5: 미래대우, NH, KB, 한투, 삼성, 자료: 각사, 하나금융투자

신NCR 적용으로 미래대우와 NH증권의 잉여투자자본여력이 가장 크게 증가

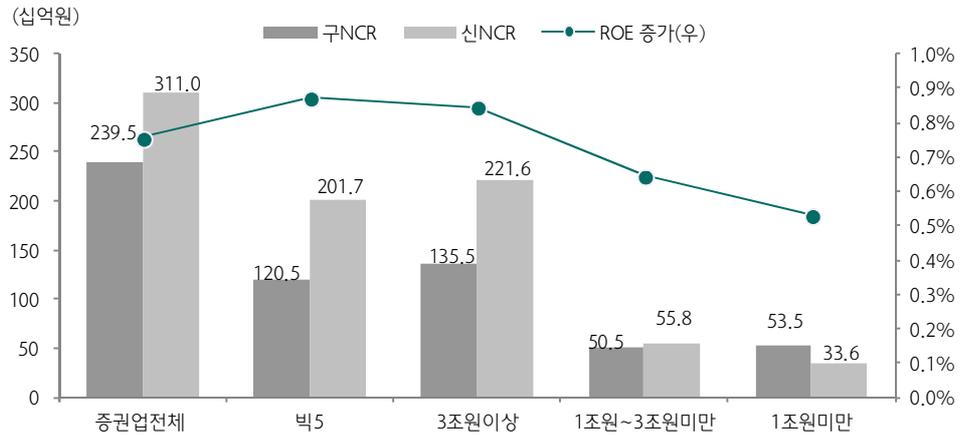
그림 65. 증권사 규모별 신NCR 적용에 따른 잉여투자자본비교



자료: 각사, 하나금융투자

대형사의 창출 가능 수익이 중소형사에 비해 월등히 높음

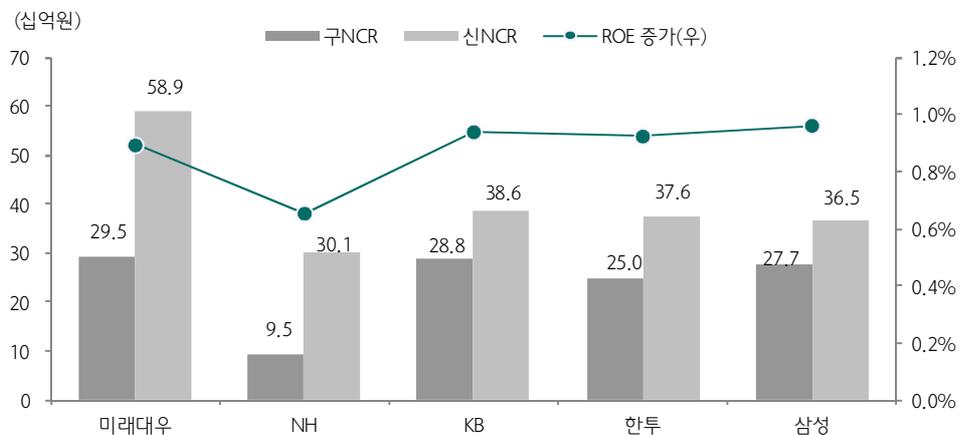
그림 66. 증권사 규모별 잉여투자자본으로 창출가능 수익 및 ROE 비교



주: 빅5: 미래대우, NH, KB, 한투, 삼성, 잉여투자자본 전액 투자 가정에 2% 수익률 적용
자료: 각사, 하나금융투자

신NCR 적용으로 잉여투자자본여력이 가장 크게 증가한 미래대우와 NH증권의 신규수익창출 규모도 가장 크게 나타남

그림 67. 증권사별 잉여투자자본으로 창출가능 수익 및 ROE 비교



주: 잉여투자자본 전액 투자 가정에 2% 수익률 적용
자료: 각사, 하나금융투자

신NCR 적용 후 2% 수익 가정시
3조원이상 증권사 11조원
여유 룠 발생

표 8. 잉여투자자본여력에 따른 ROE 증가 시나리오

(단위 : 십억원)

	신NCR 적용시 잉여투자자본 (조원)	구NCR 적용시 잉여투자자본 (조원)	2% 수익가정시		ROE 증가(우)	
			신NCR	구NCR	신NCR	구NCR
미래대우	2.9	1.5	58.9	29.5	0.89%	0.45%
NH	1.5	0.5	30.1	9.5	0.66%	0.21%
KB	1.9	1.4	38.6	28.8	0.94%	0.70%
한투	1.9	1.2	37.6	25.0	0.92%	0.61%
삼성	1.8	1.4	36.5	27.7	0.96%	0.73%
신금투	1.0	0.7	19.9	15.0	0.65%	0.49%
하나금융	0.8	0.6	16.4	11.4	0.86%	0.59%
메리츠	0.7	0.6	13.2	12.1	0.70%	0.64%
대신	0.3	0.4	6.0	7.2	0.36%	0.43%
키움	0.3	0.1	5.7	2.8	0.49%	0.24%
신영	0.4	0.4	7.7	8.7	0.76%	0.85%
유안타	0.3	0.4	6.7	8.3	0.67%	0.82%
한화	0.2	0.2	4.0	4.6	0.48%	0.55%
HMC	0.2	0.3	4.2	5.1	0.56%	0.67%
교보	0.2	0.3	4.4	6.8	0.59%	0.92%
하이	0.2	0.3	4.8	5.6	0.69%	0.80%
유진	0.1	0.2	1.5	3.7	0.23%	0.57%
동부	0.2	0.3	3.4	5.5	0.57%	0.93%
부국	0.2	0.2	3.6	3.8	0.79%	0.85%
KTB	0.2	0.1	3.2	2.8	0.74%	0.66%
SK	0.1	0.3	2.0	5.1	0.49%	1.22%
도이치	0.0	0.2	0.8	4.9	0.27%	1.59%
BNK	0.1	0.1	1.6	2.9	0.74%	1.36%
골든브릿지	0.0	0.1	0.0	1.0	0.02%	0.71%
리딩투자	0.0	0.0	0.0	0.7	-0.05%	0.98%
흥국	0.0	0.0	0.3	1.0	0.50%	1.85%
증권업전체	15.6	12.0	311.0	239.5	0.75%	0.58%
빅5	10.1	6.0	201.7	120.5	0.87%	0.52%
3조원이상	11.1	6.8	221.6	135.5	0.84%	0.52%
1조원~3조원미만	2.8	2.5	55.8	50.5	0.64%	0.58%
1조원미만	1.7	2.7	33.6	53.5	0.53%	0.84%

주: 빅5: 미래대우, NH, KB, 한투, 삼성

자료: 금감원, 하나금융투자

대형사는 신NCR 적용 후
NCR이 크게 상승하는 반면,
소형사(1조원미만)는 오히려 감소

표 9. 16.12월말 기준 증권사 신NCR vs. 구NCR 비교

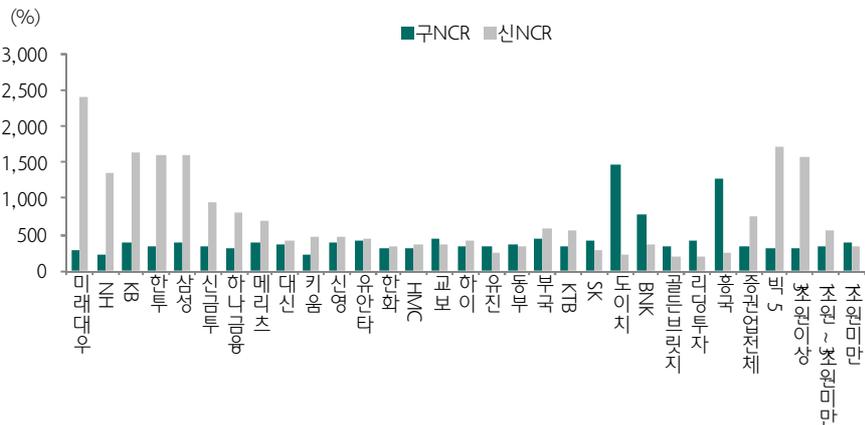
(단위:%)

	신NCR	구NCR
미래대우	2,392	285
NH	1,356	237
KB	1,635	391
한투	1,600	338
삼성	1,601	399
신금투	938	346
하나금융	810	310
메리츠	690	387
대신	424	373
키움	461	238
신영	487	395
유안타	451	414
한화	348	296
HMC	365	320
교보	362	434
하이	409	346
유진	259	324
동부	325	371
부국	591	447
KTB	548	330
SK	275	416
도이치	237	1,453
BNK	369	766
골든브릿지	204	337
리딩투자	193	417
흥국	265	1,280
증권업전체	749	330
빅5	1,720	312
3조원이상	1,588	315
1조원~3조원미만	557	338
1조원미만	335	378

주: 빅5: 미래대우, NH, KB, 한투, 삼성
자료: 금감원, 하나금융투자

그림 68. 16.12월말 기준 증권사 신NCR vs. 구NCR 비교

증권업 전체 NCR 749%
3조원이상 증권사 NCR 1,588%
1조원~3조원미만 증권사 NCR 557%
1조원미만 증권사 NCR 335%



자료: 금감원, 하나금융투자

5) 레버리지비율 규제: 11조원 추가 ELS 발행 가능

2016년 12월 말 기준 자산, 자본 총액에 레버리지 비율 1100% 적용하면 부채를 302조원 까지 늘릴 수 있다. 2016년 말 기준 부채 총계는 약 291조원으로 11조원까지 여유 부채 룬이 생긴다. 즉, 11조원의 ELS 등 파생결합증권 발행이 가능한 것이다.

레버리지=(총자산/자기자본)*100

레버리지비율 규제는 금융회사의 과도한 자산확대를 막기 위한 자기자본 대비 총자산을 일정비율 이내로 제한하는 규제이며, (총자산/자기자본)*100로 계산된다.

2016년부터 2년 연속 순이익 적자에 레버리지 비율이 900% 이상 또는 레버리지 비율이 1100% 이상이면 '경영개선권고', 2년 연속 순이익 적자에 레버리지 비율이 1100% 이상이거나 1300% 이상일 경우 '경영개선요구' 조치를 가한다는 레버리지비율 규제를 도입하였다.

16.9월말 기준 증권사
평균 레버리지 비율 854%

자본여력이 큰 대형 증권사는 자산을 늘려도 충분한 자기자본으로 레버리지비율이 크게 높아지지 않고, 자본이 적어 파생결합증권 발행규모가 적은 소형 증권사 역시 레버리지비율 영향이 제한적이다. 그러나 보통 자본에 파생결합증권 발행규모 역시 중간급인 중형 증권사에 게는 레버리지비율 규제에 따른 영향이 크다. 대형사의 레버리지비율은 1000% 미만에서 효과적으로 관리가 되고 있는 것으로 보이며, 2016년 12월말 기준 파생결합증권 보유 20개 증권사 레버리지비율은 821.4%이다.

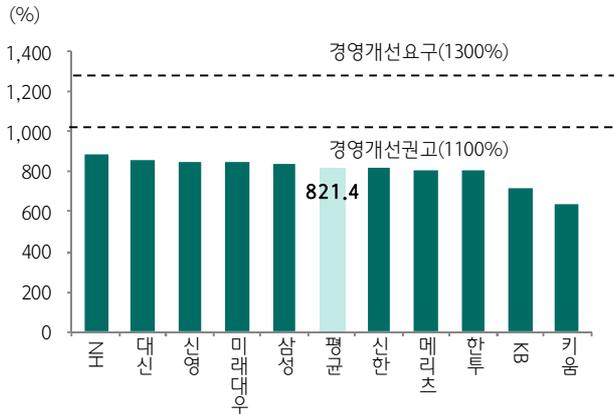
자본여력이 있는 증권사는
금융상품 추가 판매에 유리

레버리지비율 규제에 제한을 받지 않으려면, 자본을 늘리거나 자산을 줄여야 한다. 레버리지 비율을 좌우하는 RP, ELS, DLS 등의 금융상품 추가 판매는 자본여력이 충분한 대형사에게 좀 더 유리한 상황이다. 레버리지 비율 1100% 적용하면 증권업 전체 부채는 302조원까지 증가 가능하다. 2016년 말 기준 증권사 총 부채총액은 약 291조원으로 11조원까지 ELS 발행을 통한 차입부채 여유 룬이 생긴다. 즉, 11조원의 ELS 등 파생결합증권 발행이 가능한 것이다. 빅5 증권사의 추가 여력은 약 6조원 수준이다. 신NCR 규제로 잉여자본규모가 큰 대형사의 추가 파생결합증권 발행은 무리가 없어 보인다.

증권사별로는 미래대우 여유 부채금액이 1.5조원으로 가장 크며, 그 다음으로 한국투자증권이 1.1조원이다. 미래대우는 15년말 대비 파생결합증권 규모가 +54.4% 증가하였으며, 한국투자증권은 +28.5%로 규모를 늘렸다.

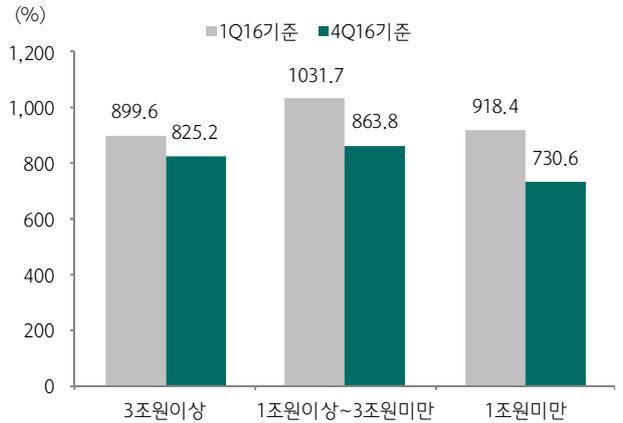
초대형IB 증권사를 중심으로 여전히 레버리지비율 규제 완화의 목소리가 나오고 있고, 지난 2월 황영기 금투협 회장이 올해 해결할 과제 중 레버리지비율 완화를 언급해 규제완화 가능성이 열려있는 점은 긍정적이다.

그림 69. 증권사 레버리지비율



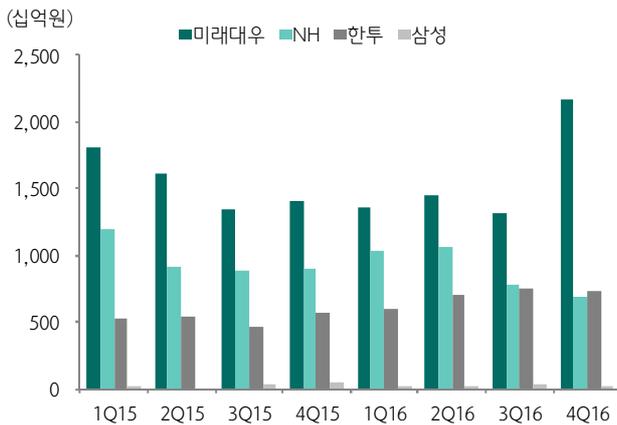
주: 16년 12월말 기준
자료: FISIS, 하나금융투자

그림 70. 2016년 레버리지비율 변화



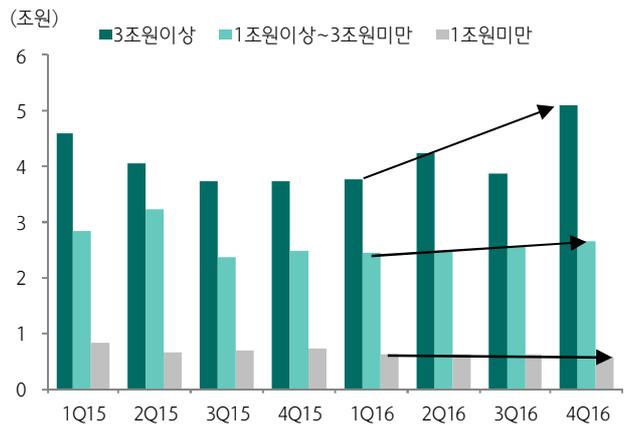
자료: FISIS, 하나금융투자

그림 71. 자본4조원이상 증권사 파생결합증권 규모



자료: FISIS, 하나금융투자

그림 72. 증권사 규모별 파생결합증권 규모



자료: FISIS, 하나금융투자

표 10. 증권사 금융상품 추가 가능여력 계산

(단위 : 조원)

	증권사 전체	빅5 증권사	미래	NH	한투	삼성
16년말 자산총계	332.5	191.2	55.94	41.02	32.82	31.94
16년말 부채총계	291.3	168.0	49.35	36.43	28.75	28.15
16년말 자본총계	41.3	23.2	6.59	4.60	4.07	3.79
16년말 레버리지 비율	806.0%	825.8%	848.8%	892.5%	806.7%	842.1%
기준 1100% 적용시						
부채총계	302.3	173.8	50.9	37.3	29.8	29.0
여유 부채 금액	11.0	5.8	1.5	0.9	1.1	0.9

자료: FISIS, 하나금융투자

5. 초대형IB 도입으로 증권업 규모의 경쟁 Again

1) 초대형IB #1: 자기자본 4조원 이상 증권사에 신규 발행어음 업무 허용

'16년 8월 초대형 투자은행 육성을 위한 초대형IB 육성방안 발표

과거 종합금융투자사업자 제도, 신NCR 제도 등을 통하여 증권업의 단순 '중개업' 영역에서 벗어나 기업금융을 효과적으로 수행하는 대형투자은행의 탄생을 유도 하였다. 그러나 충분치 못한 자본규모로 종합적인 기업금융서비스를 제공하기에는 부족함이 있어 생각만큼 증권업의 변화가 잘 이루어지지 못했다.

이에 금융당국은 2016년 8월 초대형 투자은행 육성을 위한 종합금융투자사업자 제도 개선 방안, 즉 초대형IB 육성방안을 발표했다.

초대형IB 육성방안의 주요 내용은 1) 자기자본 4조원 이상의 증권사에 발행어음업무 허용과 2) 자기자본 8조원 이상의 증권사에 종합투자계좌(IMA)업무 허용, 3) 레버리지 규제완화 4) 새로운 건전성(NCR) 규제체계 도입 5) 외국환 업무 허용 등이다.

표 11. 초대형IB 자본별 허용 업무 요약: 자기자본 수준별 인센티브 제공 방안

자기자본	3조이상~4조미만	4조이상~8조미만	8조이상
1. 기존 제도상 허용된 업무			
프라임브로커 업무	○	○	○
기업신용공여	○ (일반 신용공여와 합산 자기자본 100% 한도)	○ (일반 신용공여와 합산 자기자본 100% 한도)	○ (일반 신용공여와 합산 자기자본 100% 한도)
2. 금번 대책에서 추가 허용,규제 완화된 업무			
<기업금융을 위한 새로운 자금조달 수단 허용>			
발행어음	-	○(자기자본200%한도)	○(자기자본200%한도)
종합금융투자계좌	-	-	○
<원활한 기업금융 제공을 위한 규제개편>			
레버리지 규제 적용제외	-	○(발행어음한정)	○(발행어음, 종투계좌 한정)
새로운 건전성 규제체계 마련	○	○	○
신용공여 한도 증액 *기업대출을 별도로 자기자본 100%까지 허용	○	○	○
<신규업무 확대를 통한 기업금융서비스 제공>			
다자간 비상장주식 매매, 중개 업무	○	○	○
기업환전 등 일반 외국환 업무	-	○	○
부동산 담보신탁	-	-	○
<글로벌 사업역량 확충>			
정책금융기관, 국부펀드 협력 강화	○	○	○
성장사다리 펀드 해외 M&A지원	○	○	○

자료: 하나금융투자

표 12. 초대형 투자은행 육성을 통한 기업금융 활성화

현황	개혁방향	세부추진방안
미흡한 자본규모 고비용 자금조달 구조	기업금융 재원을 확보하기 위한 새로운 자금조달 수단 허용	1. 발행어음 업무 허용 2. 종합투자계좌 업무 허용
종합적인 기업금융서비스 공급능력 부족	적극적인 위험인수를 위한 규제 개혁	3. 레버리지 규제 완화 4. 새로운 건전성 규제체계 도입 5. 경쟁력 제고를 위한 규제 개혁
	신규업무 확대를 통한 서비스의 다양성 제고	6. 다자간 비상장주식 매매-중개 허용 7. 외국인 업무 범위 확대 8. 부동산 담보신탁 업무 허용
글로벌 경쟁력 미흡	글로벌 사업역량 제고를 위한 협력 강화	9. 정책금융기관, 국부펀드 협력강화 10. 중소-중견기업 해외 M&A지원

자료: 금융위, 하나금융투자

표 13. 발행어음, 종합투자계좌 주요내용 비교

	은행 정기예금	종금사 발행어음	발행어음	종합투자계좌
수익배분	확정금리형	확정금리형	확정금리형	실적배당형
발행제한	X	X	자기자본의 일정배수 이내 (200%)	X
기업금융 의무비율	X	X	O(50%)	O(70%)
운용규제	X 증권매입 제한 등 은행 인가범위에 따른 제한은 있음	X	O 개인여신 편입 제한 등 최소수준	O 회사채, 기업대출 중심 운용
계정분류	고유계정	고유계정	별도계정	별도계정
예금자보험	O	O	X	X
레버리지규제	-	X	X	X

자료: 금융위, 하나금융투자

증권사 5개사의
최대 신규 수익 창출 규모
1,431억원. ROE +3%p 개선 가능

2) 초대형IB #2: 발행어음을 통한 최대 1,431억원 신규수익 창출 가능

규제범위에서 창출 가능한 최대 신규 수익은 자기자본 4조원 이상 증권사 5개사(미래대우, NH증권, 삼성, 한투, KB) 평균 1,431억원이며 이는 ROE +3.0%p 개선 가능 규모이다. 자기자본 200% 최대로 발행을 가정하고, 메리츠종금 마진 수준(250bp-270bp)과 비슷한 200bp의 마진을 가정하였다.

신규업무 중 가장 큰 주목을 받는 부분은 발행어음이다. 자기자본 4조원 이상 증권사에 한하여 발행어음 업무가 허용되며, 기존 종금사 발행어음과의 차이점은 자기자본의 200%까지 발행이 가능하며, 조달자금의 운용자산 중 50%는 기업금융에 투자해야 한다는 점이다. 만기 1년 이내 어음에 대한 매매, 증개, 인수, 보증업무 등의 업무도 허용이 된다.

자기자본 8조원 이상 증권사는 종합투자계좌(IMA) 업무가 추가로 허용이 된다. 이는 고객으로부터 예탁 받은 자금을 통합하여 운용하고 수익을 고객에게 지급하는 목적으로 개설되는 계좌이다. IMA 역시 종금사 어음관리계좌와 비슷하지만 예금자 보호가 되지 않으며 조달자금의 운용자산 중 70%를 기업금융에 투자해야 한다. 신규로 허용되는 발행어음과 IMA는 2016년부터 적용되는 레버리지의 규제를 받지 않는다는 장점이 있다.

국내 유일 발행어음 사업을 영위중인 메리츠종금 마진 수준(250bp-270bp)을 고려, 150bp-200bp 수준의 마진을 가정하면 4개사 평균 1,073-1,431억원의 신규수익 창출이 가능하다는 점에서 초대형IB 제도에 대한 기대가 큰 건 사실이다.

그러나 현실적인 상황을 고려시 최대치로 추정된 5개사의 평균 1,431억원은 힘들 것으로 예상된다. 1) 10년 가까이 발행어음 사업을 해온 메리츠종금만의 노하우 이점을 고려시 비슷한 수준의 마진을 기대하긴 힘들고, 2) 5개사(미래대우, NH, 삼성, 한투, KB)가 동시에 신규사업을 진행하게 됨으로써 초반 투자처 확보를 위한 경쟁이 치열할 것으로 예상된다. 또한, 3) 현재 증권사의 주된 IB 운용 투자처인 부동산 투자에 대한 비중한도 30% 규제와, 4) 조달금액의 50%를 기업금융에 투자해야 한다는 규제에 따른 제약이 존재하기 때문이다.

표 14. 발행어음 최대치로 발행시 신규수익 추정

(단위: 십억원)

	미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	비고
자기자본	6,700	4,600	4,100	4,000	4,200	
발행가능금액	13,400	9,200	8,200	8,000	8,400	* 자기자본의 2배까지 가능
발행어음평균	13,400	9,200	8,200	8,000	8,400	* 현재 자기자본의 200% 최대로 발행 가정
조달금리(%)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	
기대마진율(bp)	150	150	150	150	150	
신규 창출 가능 손익	152.4	104.6	93.2	91.0	95.5	* 4개사 평균 1,073억원
ROE	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	* ROE 2.3%p 증가 기대
기대마진율(bp)	200	200	200	200	200	
신규 창출 가능 손익	203.1	139.5	124.3	121.3	127.3	* 4개사 평균 1,431억원
ROE	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	* ROE 3.0%p 증가 기대

주: 법인세율 24.2%
자료: 하나금융투자

표 15. 단기금융업무 vs. 종합투자계좌

구분	단기금융업무	종합투자계좌
허용대상	자기자본 4조원이상	자기자본 8조원이상
수익배분 방식	약정금리 지급	실적배당방식(수시입출금상품은 약정금리지급 허용)
발행한도	자기자본의 2배	한도없음
기업금융 최소운용비율	수탁금의 50%이상	수탁금의 70%이상
부동산 투자상한	수탁금의 30% 초과 제한	
여유자금운용규제	개인여신 금지 등 네거티브 방식	
구분관리	구분계리(별도 자산부채현황표)	자기신탁
손실충당금적립	해당없음	수탁액의 5%가 될때까지 적립

자료: 하나금융투자

3) 초대형IB #3: 현실적 신규수익 268억원 예상.

현실적 신규 수익 창출은
평균 약 268억원 수준

현실적인 발행어음 규모로 수익을 추정해 보면 5개사(미래대우, NH증권, 삼성, 한투, KB)의 평균 신규수익은 268억원 이다. 현재 자기자본의 50% 발행을 가정하고, 메리츠증권 마진 대비 보수적인 수준의 150bp를 적용하였다. 1) 모든 증권사에게 신규로 적용되는 사업인 만큼, 시행 첫 해에는 공격적인 투자보다는 소규모로 발행이 될 것으로 예상하며, 2) 투자자에게 매력적 이려면 최소 은행금리(1%증반)보다는 높아야 하기 때문에 조달금리는 1%후반에서 정해질 것으로 예상하여 추산하였다.

신규수익으로 커버리지
증권사 ROE +0.51%p 증가,
증권업 전체 +0.21%p개선 효과

증가한 신규 수익과 자본으로 인한 ROE 영향을 추산하기 위해 '17년 순이익을 '16년 당기순이익과 같다고 가정한 후 신규수익 및 증가 자기자본을 더해서 ROE를 계산하면, 4개사 ROE는 3.9%로 '16년 대비 0.51%p 증가하였으며, 증권업 전체로는 3.8%로 '16년 대비 0.21%p 개선되었다. 대형증권사의 신규수익원이 증권업 전체 ROE 0.21%p 증가에 일조한 것이다.

신규업무 시행 1년후에는 자기자본 70%까지 발행이 가능할 것으로 판단한다. 4개사(미래대우, NH증권, 삼성, 한투)의 평균 신규수익은 398억원으로 추산하며 ROE 0.80%p(마진 200bp 가정시 1.06%p) 개선효과를 기대한다. 신규업무 첫해에 적절한 투자처 확보와 성공적인 운용으로 자리 잡은 증권사에 한해 마진을 역시 증가 가능할 것으로 판단하며, 이에 따른 ROE 개선폭은 더 클 것으로 예상된다.

미래에셋대우 신규수익
약 400억원 창출 가능

자본규모 1위인 미래에셋대우의 신규 수익은 약 400억원이 될 것으로 예상된다. 초대형IB 신규업무에 대한 가장 공격적인 태도로 IB조직도 전문영역에 따라 기업금융과 PF금융으로 분화하여 IB 역량에 집중한다는 점에 주목할 필요가 있다.

표 16. 발행어음으로 신규 창출 가능 예상 수익- 시행 첫해

(단위: 십억원)

		미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	비고
	자기자본	6,700	4,600	4,100	4,000	4,200	
	발행가능금액	13,400	9,200	8,200	8,000	8,400	* 자기자본의 2배까지 가능
	발행어음평균 조달금리(%)	3,350 1.8	2,300 1.8	2,050 1.8	2,000 1.8	2,100 1.8	* 현재 자기자본의 50% 발행 가정
	신규 창출 가능 수익	마진가정 100bp	25.4	17.4	15.5	15.2	15.9
150bp		38.1	26.2	23.3	22.7	23.9	* 5개사 평균 268억원
200bp		50.8	34.9	31.1	30.3	31.8	
250bp		63.5	43.6	38.8	37.9	39.8	
ROE		마진가정 100bp	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%
	150bp	0.57%	0.57%	0.57%	0.57%	0.57%	* ROE 0.57%p 증가 기대
	200bp	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	* ROE 0.76%p 증가 기대
	250bp	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%	* ROE 0.95%p 증가 기대

주: 발행어음 자기자본대비 50% 발행 가정, 법인세율 24.2%
자료: 하나금융투자

표 17. 발행어음으로 신규 창출 가능 예상 수익- 시행 1년 후

(단위: 십억원)

		미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	비고
	자기자본	6,901	4,738	4,223	4,120	4,326	
	발행가능금액	13,802	9,476	8,446	8,240	8,652	* 자기자본의 2배까지 가능
	발행어음평잔	4,831	3,317	2,956	2,884	3,028	* 추정 자기자본의 70% 발행 가정
	조달금리(%)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	
신규 창출 가능 손익	마진가정						
	100bp	36.6	25.1	22.4	21.9	23.0	
	150bp	54.9	37.7	33.6	32.8	34.4	* 5개사 평균 387억원
	200bp	73.2	50.3	44.8	43.7	45.9	
	250bp	91.5	62.8	56.0	54.7	57.4	
ROE	마진가정						
	100bp	0.53%	0.53%	0.53%	0.53%	0.53%	* ROE 0.53%p 증가 기대
	150bp	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	* ROE 0.80%p 증가 기대
	200bp	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	* ROE 1.06%p 증가 기대
	250bp	1.33%	1.33%	1.33%	1.33%	1.33%	* ROE 1.33%p 증가 기대

주: 자기자본 3%증가 가정, 발행어음 자기자본대비 70% 발행 가정, 법인세율 24.2%
 자료: 하나금융투자

표 18. 발행어음으로 신규 창출 가능 예상 수익- 시행 2년 후

(단위: 십억원)

		미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	비고
	자기자본	7,108	4,880	4,350	4,244	4,456	
	발행가능금액	14,216	9,760	8,699	8,487	8,912	* 자기자본의 2배까지 가능
	발행어음평잔	7,108	4,880	4,350	4,244	4,456	* 추정 자기자본의 100% 발행 가정
	조달금리(%)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	
신규 창출 가능 손익	마진가정						
	100bp	53.9	37.0	33.0	32.2	33.8	
	150bp	80.8	55.5	49.5	48.2	50.7	* 5개사 평균 569억원
	200bp	107.8	74.0	65.9	64.3	67.5	
	250bp	134.7	92.5	82.4	80.4	84.4	
ROE	마진가정						
	100bp	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	* ROE 0.76%p 증가 기대
	150bp	1.14%	1.14%	1.14%	1.14%	1.14%	* ROE 1.14%p 증가 기대
	200bp	1.52%	1.52%	1.52%	1.52%	1.52%	* ROE 1.52%p 증가 기대
	250bp	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	* ROE 1.90%p 증가 기대

주: 자기자본 3%증가 가정, 발행어음 자기자본대비 100% 발행 가정, 법인세율 24.2%
 자료: 하나금융투자

4) 초대형IB #4: 2년후 발행어음 시장 규모 25조원 예상

발행어음 기장 규모 11.8조원

신규업무 시행 첫해 발행어음 시장 규모는 11.8조원이 될 것으로 예상된다. 신규업무에 대한 불확실성으로 초반부터 적극적인 대규모의 발행은 힘들 것이며, 앞에서 가정한 조달금리 1.8%, 마진 150bp 를 위해서는 최소 3.3%의 투자 수익률을 낼 수 있는 투자처 확보가 중요하기 때문에 자기자본 대비 50% 소규모 발행이 적절하다 판단한다. 국내 유일한 발행어음 사업 가능 증권사인 메리츠증권의 발행어음 규모가 약 3조원 수준이었던 것에 비해 큰 규모의 운용자산이 동시에 투자처를 확보해야 하기 때문에 초반 경쟁이 치열할 것으로 예상된다. 따라서, 기존 IB영역에서의 역량에서 크게 벗어나기는 힘들 것이다. 대형사 중 IB 역량에 강점인 미래대우와 한국금융지주가 유리한 부분이다.

신규업무 시행 2년후 발행어음 시장 규모 25조원으로 증가 가능

시행 첫해와 명년까지는 시행착오를 겪으며 신규사업이 자리잡을 수 있을 것으로 판단하여 2년 후 자기자본 대비 100%까지 발행 가정시 발행어음 시장 규모는 25조원이 될 것으로 예상된다. 이 중 의무 기업금융 비율 50%를 적용하여 12.5조원은 기업금융으로 확대될 것으로 추론한다.

발행어음은 현재 CMA 와 비슷한 제도이다. 신규 도입될 발행어음은 기존의 종금형 CMA 와 유사하며, 종금형 CMA는 현재 메리츠증권에서만 사업을 영위중이라는 점을 감안시, 향후 RP형CMA 일부가 발행어음으로 대체될 가능성이 높다. 현재 증권사의 CMA 중 대부분이 RP형 CMA이며, 총 CMA 계좌잔고는 '17년 5월 최근 기준으로 54.4조원이며 이중 31.8조원이 RP형, 2.3조원이 종금형이다. 유희자금인 RP형 CMA 31.8조원 중 일부가 신규 발행어음으로 자금이동이 가능할 것으로 예상된다.

표 19. 발행어음으로 신규 창출 가능 예상 수익- 시행 첫해

(단위: 십억원)

자기자본의 50% 발행 가정시 조달 가능 금액						기업금융 10% 가정
미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	합계	
3,350	2,300	2,050	2,000	2,100	11,800	1,180
자기자본의 70% 발행 가정시 조달 가능 금액						
미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	합계	
4,690	3,220	2,870	2,800	2,940	16,520	1,652
자기자본의 100% 발행 가정시 조달 가능 금액						
미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	합계	
6,700	4,600	4,100	4,000	4,200	23,600	2,360
자기자본의 150% 발행 가정시 조달 가능 금액						
미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	합계	
10,050	6,900	6,150	6,000	6,300	35,400	3,540
자기자본의 200% 발행 가정시 조달 가능 금액						
미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	합계	
13,400	9,200	8,200	8,000	8,400	47,200	4,720

자료: 하나금융투자

표 20. 발행어음으로 신규 창출 가능 예상 수익- 시행 1년 후

(단위: 십억원)

자기자본의 50% 발행 가정시 조달 가능 금액							기업금융 30% 가정
미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	합계		
3,451	2,369	2,112	2,060	2,163	12,154	3,646	
자기자본의 70% 발행 가정시 조달 가능 금액							
미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	합계		
4,831	3,317	2,956	2,884	3,028	17,016	5,105	
자기자본의 100% 발행 가정시 조달 가능 금액							
미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	합계		
6,901	4,738	4,223	4,120	4,326	24,308	7,292	
자기자본의 150% 발행 가정시 조달 가능 금액							
미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	합계		
10,352	7,107	6,335	6,180	6,489	36,462	10,939	
자기자본의 200% 발행 가정시 조달 가능 금액							
미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	합계		
13,802	9,476	8,446	8,240	8,652	48,616	14,585	

자료: 하나금융투자

표 21. 발행어음으로 신규 창출 가능 예상 수익- 시행 2년 후

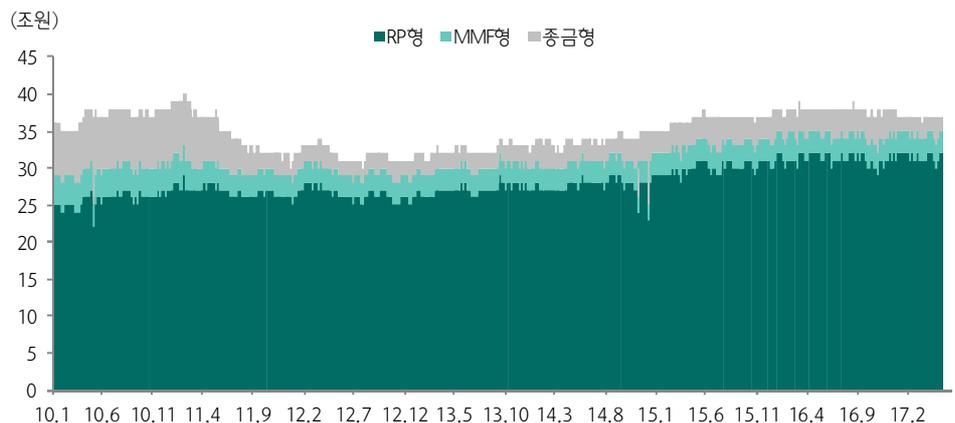
(단위: 십억원)

자기자본의 50% 발행 가정시 조달 가능 금액							기업금융 50% 가정
미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	합계		
3,554	2,440	2,175	2,122	2,228	12,519	6,259	
자기자본의 70% 발행 가정시 조달 가능 금액							
미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	합계		
4,976	3,416	3,045	2,971	3,119	17,526	8,763	
자기자본의 100% 발행 가정시 조달 가능 금액							
미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	합계		
7,108	4,880	4,350	4,244	4,456	25,037	12,519	
자기자본의 150% 발행 가정시 조달 가능 금액							
미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	합계		
10,662	7,320	6,525	6,365	6,684	37,556	18,778	
자기자본의 200% 발행 가정시 조달 가능 금액							
미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	합계		
14,216	9,760	8,699	8,487	8,912	50,074	25,037	

자료: 하나금융투자

그림 73. 운용대상별 CMA잔고 추이

CMA잔고 54조원
 그 중 RP형 32조원



자료: 금투협, 하나금융투자

5) 초대형IB #5: 건전성규제 완화, 자유로운 자금운용 가능

현재는 우량 대출자산이더라도 만기가 일정기간 이상인 경우 채권액을 영업용순자본에서 전액차감 하였으나, 이를 대출자산의 건전성에 따라 영업용순자본에서 부분 차감하는 형태로 전환하여 규제를 완화 할 계획이다. 건전성규제완화는 좀 더 자유로운 자금운용으로 기업금융 사업을 더욱 확대할 것으로 예상된다.

표 22. 여신업무 관련 NCR규제 적용방식

구분	취급현황
일반 증권사	<ul style="list-style-type: none"> - 잔존만기가 3개월을 초과하는 대출채권은 영업용 순자본에서 차감 - 금융감독원으로부터 리스크 관리기준의 승인을 받은 경우 기업금융업무 (증권인수 및 모집,매출주선, M&A중개,주선, PF금융) 관련 대출은 차감항목에서 제외
종합금융투자 사업자 (기존)	<ul style="list-style-type: none"> - 잔존만기가 3개월을 초과하는 기업 직접대출을 제외한 대출채권(사모사채, 환매조건부매수, 매입대출채권 등)은 영업용순자본에서 차감 - 잔존만기가 1년을 초과하는 기업대출은 영업용순자본에서 차감 - 기업금융업무(증권인수 및 모집,매출주선, M&A중개,주선, PF금융) 관련 대출은 차감항목에서 제외
종합금융투자 사업자 (개선 후)	<ul style="list-style-type: none"> - 대출채권은 만기,형태에 관계없이 차감항목에서 제외 - 대출채권의 만기가 길어지더라도 위험액 산정시 만기에 따른 위험가중치 할증을 하지 않음 - 유동성, 여신건전성 확보를 위한 별도의 관리체계 마련

자료: 금융위, 하나금융투자

6. 증권업 투자전략

1) Top picks: 미래에셋대우, 키움증권

정부의 초대형 투자은행
탄생을 위한 규제 완화 및
도입 지속될 전망.
대형사 중심의 투자전략 유효

정부의 대형 증권사 탄생을 위한 정책 및 증권업의 성장둔화 및 경쟁심화로 인한 증권사간 M&A로 인해 자기자본이 큰 대형사가 탄생하며 증권업이 대형화 되어가고 있다. 최근 수년간의 정부 규제는 대형 증권사에 대한 사업기회 확대와 규제 완화로 좀 더 폭 넓은 사업포트폴리오 구성을 가능하게 했다.

장기화 되어가는 글로벌 증시 불안과 고착화되어 가는 저성장 구조에서 사실상 비슷한 업무를 수행하는 증권사의 특성상 차별화된 사업으로 특화된 수익구조를 창출하는 것은 쉽지 않다. 정부의 초대형 투자은행 탄생을 위한 새로운 정책과 규제 완화가 진행되고 있고 앞으로 이 기조가 이어질 것으로 예상하기에 대형증권사를 중심으로 한 투자전략이 바람직한 방향이라 판단한다.

2017년 연초대비 1분기기준 증권업 시총은 18.2%상승했다. KOSPI +7.1%, KOSDAQ -0.4%, 은행업 +7.9%, 보험업 +0.5%와 비교하면 큰 상승이다. 올 2분기부터 시작될 초대형IB 제도 도입에 의한 신규업무 '발행어음'에 대한 시장의 기대가 반영된 결과이다. 신규 발행어음 업무에 대한 시장의 기대와 우려가 공존하며, 자기자본 8조원 이상 증권사에 주어지는 신규업무에 가장 근접한 미래에셋대우에 대한 기대가 가장 컸다. 올초 이후 미래에셋대우의 주가는 30%이상 상승하며 증권주를 선도하고 있다.

현재 증권업은 대형화를 통한 규모의 경쟁이 다시 이루어 지고 있다. 자본여력 확대가 가능하며, 자본활용을 얼마나 잘 하는지에 주목해야 한다.

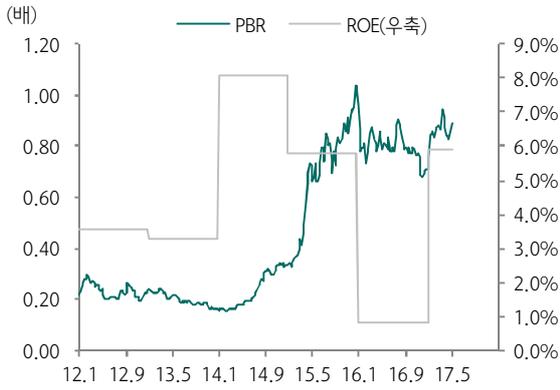
사실상 자본규모가 중요한 초대형IB 제도를 통한 신규 발행어음 업무는 시행 초반에는 자본의 규모에 상관없이 4개사 모두 비슷한 규모와 마진율로 어음 발행을 할 것으로 예상된다. 운용 역시 현재 각 증권사에서 해온 IB역량에서 크게 벗어나지 않을 것이라 판단하기에 IB역량이 뛰어난 증권사를 주목할 필요가 있다.

Top Picks: 미래에셋대우, 키움증권

미래에셋대우를 대형 증권사 중 탑픽으로 제시한다. 국내 증권사중 가장 큰 자본으로 자기자본 8조원이상 증권사에 주어지는 IMA 업무에 가장 빨리 도달이 가능하며, 신NCR비율에 따른 잉여투자여력 자본과 신규 발행업무로 창출 가능한 신규 수익 규모가 커 초대형IB로의 이점을 가장 크게 누릴 것으로 판단한다. 또한, 합병으로 인한 고액자산가수가 업계 최고로 증가하며 자금조달의 부담이 타사대비 적어 유리하며, IB의 강점으로 운용에도 안정적인 것이라 판단한다.

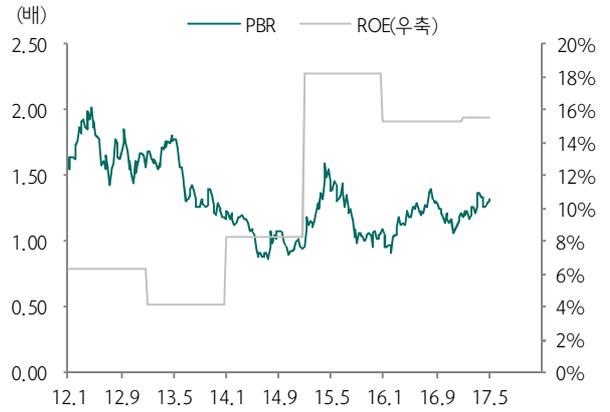
키움증권은 중소형 증권사 중 탑픽으로 제시한다. 증권업 규모의 경쟁 속에서 특화된 수익구조로 업계 위탁매매 M/S 1위를 견고하게 지키며, 자회사를 통한 수익 다변화로 이익 기여도가 높다.

그림 74. 미래에셋대우 PBR ROE 추이



자료: 한국금융지주, 하나금융투자

그림 75. 키움증권 PBR ROE 추이



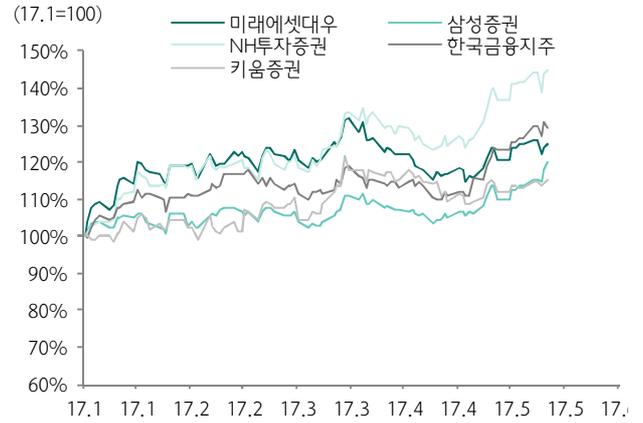
자료: 키움증권, 하나금융투자

그림 76. 증권업 PBR ROE 추이



자료: 하나금융투자

그림 77. 커버리지 17년이후 주가 추이



자료: Quantiwise, 하나금융투자

표 33. 커버리지 증권사 밸류에이션 테이블

(단위: 원, %, 십억원, 배)

		삼성증권	미래에셋대우	키움증권	NH투자증권	한국금융투자
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가(원)		48,000	13,000	108,000	18,000	75,000
현재주가(5/29, 원)		39,650	9,640	83,400	14,250	60,600
상승여력(%)		21.1%	34.9%	29.5%	26.3%	23.8%
시가총액(십억원)		3,590	6,618	1,903	4,288	3,587
절대수익률(%)	1M	14.60%	8.07%	5.44%	7.95%	18.13%
	3M	19.61%	7.95%	8.17%	22.84%	27.85%
	6M	23.71%	38.71%	30.31%	44.96%	51.31%
	1Y	10.14%	20.95%	14.72%	55.57%	38.83%
상대수익률(%)	1M	7.91%	1.38%	-1.25%	1.27%	11.44%
	3M	7.11%	-4.54%	-4.32%	10.35%	15.35%
	6M	5.08%	20.08%	11.68%	26.34%	32.68%
	1Y	-9.35%	1.46%	-4.77%	36.08%	19.34%
P/E(배)	2016	13.91	308.39	8.83	12.23	9.04
	2017F	13.98	16.51	9.05	14.04	9.30
	2018F	13.35	15.51	9.45	13.50	9.08
P/B(배)	2016	0.64	0.74	1.27	0.63	0.74
	2017F	0.70	0.95	1.40	0.88	0.90
	2018F	0.68	0.87	1.26	0.85	0.83
ROE(%)	2016	4.78%	0.78%	15.26%	5.17%	8.64%
	2017F	5.02%	5.85%	15.50%	6.25%	10.84%
	2018F	5.06%	5.95%	13.35%	6.28%	9.91%
EPS Growth(%)	2016	-36.65%	-98.47%	-5.13%	10.26%	-16.56%
	2017F	24.40%	2386.73%	13.05%	28.62%	40.65%
	2018F	4.70%	6.46%	-4.28%	4.02%	2.39%
EPS(원)	2016	2,280	23	8,155	789	4,634
	2017F	2,836	584	9,219	1,015	6,518
	2018F	2,969	622	8,825	1,056	6,674
BPS(원)	2016	49,329	9,789	56,473	15,335	56,532
	2017F	56,439	10,170	59,383	16,235	67,063
	2018F	58,684	11,077	65,963	16,806	73,093
DPS(원)	2016	650	50	850	400	800
	2017F	750	150	850	500	1,000
	2018F	750	150	850	550	1,100
배당수익률(%)	2016	2.05%	0.69%	1.18%	4.15%	1.91%
	2017F	1.89%	1.56%	1.02%	3.51%	1.65%
	2018F	1.89%	1.56%	1.02%	3.86%	1.82%

자료: 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

미래에셋대우(006800)	49
키움증권 (039490)	53
한국금융지주(071050)	58
NH투자증권(005940)	62
삼성증권(016360)	65

2017년 5월 30일

미래에셋대우(006800)

합병 시너지효과 발휘 될 시점

국내 최대 자기자본 증권사 프리미엄

미래에셋증권이 대우증권을 흡수합병하여 탄생한 합병법인 미래에셋대우는 자기자본 6.7조원으로 국내 최대 증권사이다. 합병 후 두 회사의 시너지가 기대가 된다. 통합 미래에셋대우를 글로벌 증권사로 키우기 위한 회사의 공격적인 태도를 주목할 필요가 있다. 1) 기능별 영역별로 전문화를 위해 IB를 기업금융과 PF부문으로 분화하였으며, 2) 신개념 혁신 채널인 IWC(Investment Wealth-Management Center)를 신설하여 IB와 WM 을 융합해 토탈 금융솔루션 제공 예정, 3) 기업 신용공여 증대, 4) 해외투자 확대 및 해외법인 강화에 힘쓸 예정이다. 국내 증권사중 가장 공격적인 태도로 새로 도입된 초대형 IB 제도에 맞게 신규 사업으로의 진출에 힘쓰고 있다.

'17년 순영업수익 1조 4,442억원 예상

2017년 순영업수익 1조 4,442억원, 당기순익 3,972억원으로 추정한다. 합병관련 일회성 비용은 작년말에 대규모로(총 3,038억원) 반영이 되었고, 합병회계기준역시 보수적으로 통일하여 반영하였기때문에 올해부터는 실적 개선세가 뚜렷해질 것으로 예상된다. 합병으로 인하여 1) 시장점유율이 확대되었고, 2) 1억원이상 고액자산가수 및 예탁자산이 증가하였으며, 3) 두회사의 시너지로 IB, WM부문 모두 실적 개선이 예상된다.

투자의견 BUY, 목표주가 13,000원 신규 커버리지 개시

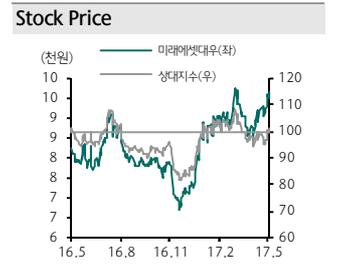
국내 최대 자본 증권사로 8조상 이상 증권사에게 주어지는 IMA 신규 사업분야로의 진출에 가장 근접하며, 신NCR비율에 따른 잉여투자여력 자본과 신규 발행업무로 창출 가능한 신규 수익 규모가 커 초대형IB로의 이점을 가장 크게 누릴 것으로 판단한다. 또한, 작년 말 합병관련 대규모 비용 반영으로 올해부터는 합병법인의 본격적인 시너지가 발휘 될 것으로 예상된다. 투자의견 BUY, 목표주가 13,000원으로 업종내 탑픽으로 신규 커버리지를 개시한다. '17년 예상 BPS 11,077원에 Target BPR 1.14배 적용하였다.

Initiation

BUY

TP(12M): 13,000원(신규) | CP(5월29일): 9,640원

Key Data		Consensus Data	
		2017	2018
KOSPI 지수 (pt)	2,352.97		
52주 최고/최저(원)	9,860/6,680	매출액(십억원)	11,055.0
시가총액(십억원)	6,423.3	영업이익(십억원)	521.2
시가총액비중(%)	0.53	순이익(십억원)	382.1
발행주식수(천주)	666,316.4	EPS(원)	575
60일 평균 거래량(천주)	3,433.3	BPS(원)	13,264
60일 평균 거래대금(십억원)	31.6		
17년 배당금(예상, 원)	0		
17년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	12.20		
주요주주 지분율(%)			
미래에셋캐피탈 외 26 인	21.74		
국민연금	8.61		
추가상승률	1M 6M 12M		
절대	8.1 37.7 21.0		
상대	1.3 15.8 1.2		



Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	십억원	477	796	1,442	1,422	1,431
영업이익	십억원	148	4	504	531	537
세전이익	십억원	226	21	500	532	538
당기순이익	십억원	175	16	397	423	428
EPS	원	1,536	23	584	622	628
BPS	원	30,355	9,789	10,170	10,707	11,077
PER	배	14.07	393.58	15.83	14.87	14.70
PBR	배	0.71	0.94	0.91	0.86	0.83
ROE	%	5.8	0.8	5.8	5.9	5.8
DPS	원	350	50	150	150	150



Analyst 임수연
02-3771-7090
sy.lim@hanafn.com

합병 후 시너지 효과 기대: 브로커리지 MS증가, 예탁자산 및 고객자산가 수 증가

브로커리지, WM, IB수수료 수익에
합병 시너지효과 기대 가능

미래에셋대우는 합병 후 새로운 정책 방향에 맞게 인력을 재배치 하며 글로벌 증권사로의 성장에 집중하고 있다. 향후 미래에셋대우의 핵심은 합병으로 인한 구.대우증권과 구.미래에셋증권의 이점을 얼마나 잘 활용하여 시너지를 이루어낼 것인가에 달려있다. 수수료수익 전 부분에 합병 시너지가 발휘될 것으로 판단한다.

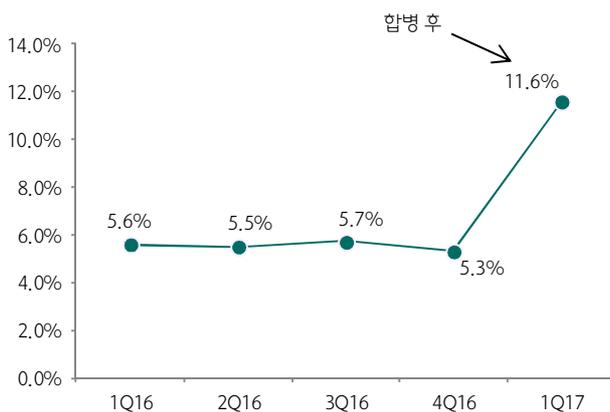
브로커리지 MS 1Q17 11.6%
1위사와 5%이내의 격차

합병 후 브로커리지 MS 는 5%대에서 2배이상 늘어난 10%대 수준까지 올라갔다. 2017년 1분기 기준 11.6%였던 시장 점유율은 최근 12%를 넘기며 증가하는 모습이다. 최근 증시 호조로 인한 거래대금증가는 미래에셋대우의 브로커리지 수익에 긍정적이다. 현재 MS 1위사인 키움증권과의 격차는 5%이내이다.

고객예탁자산 210조원
고객자산가수 13만명으로
업계 내 1위 증권사

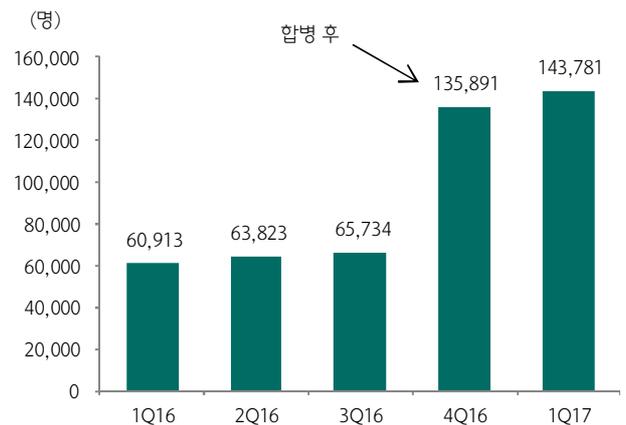
합병후 늘어난 고객자산가 수와 총 고객예탁자산으로 인해 WM부문의 수익성 또한 기대가 된다. 총 고객예탁자산은 합병전 150조원수준에서 합병후 210조원까지 올라왔으며, 1억원 이상 고객자산 고객수는 합병전 6.5만명에서 합병 후 13만명 수준까지 2배이상 증가하였다. 향후 WM부문의 수익 증가가 예상되는 부분이다.

그림 1. 미래에셋대우 시장 점유율



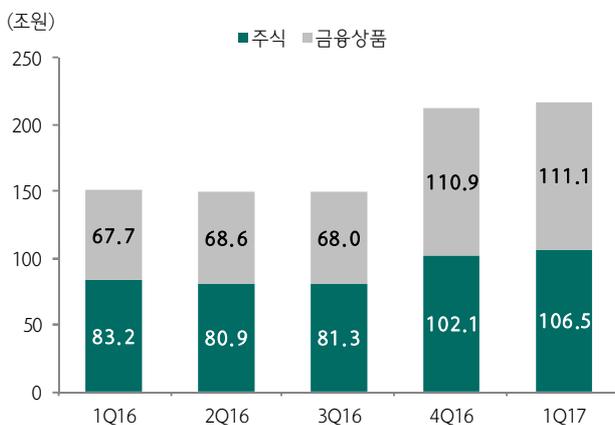
자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

그림 2. 고객자산가수 추이



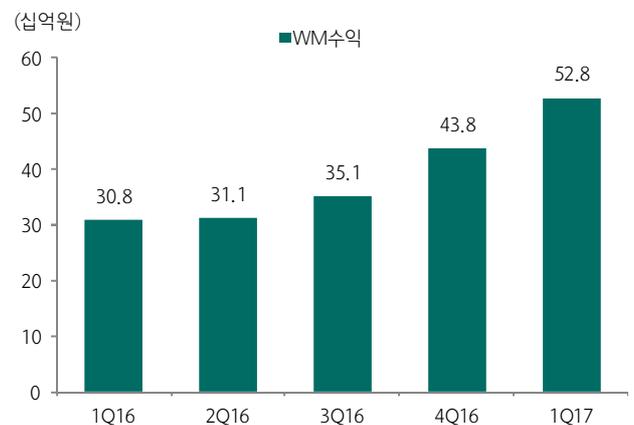
자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

그림 3. 미래에셋대우 고객예탁자산



자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

그림 4. 미래에셋대우 WM수익 추이



주: 1Q16-3Q16 구.미래에셋증권수치, 별도기준
자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

발행어음 신규수익원 381억원, ROE +0.57%p 예상

발행어음 신규수익 503억원 예상
ROE +0.75%p 가능

미래에셋대우는 올 3분기부터 시작될 초대형IB 제도의 신규수익원 발행어음 업무의 절대적 수익 규모가 가장 크다. 자기자본의 2배까지 발행이 가능하지만(미래에셋대우 13.4조 원까지 발행가능) 동시에 5개 증권사가 신규사업을 시작하는 만큼 공격적인 투자보다는 소규모 발행을 예상된다. 실행 초반 50% 발행, 150bp 마진 수준을 고려하면, 발행어음 시행 첫해 미래에셋대우의 신규창출가능 수익은 381억원으로 NH증권 262억원, 삼성증권 233억원, 한투증권 227억원, KB증권 239억원과 비교하면 절대적 규모로는 가장 큰 수익이다. 이는 미래에셋대우 ROE 0.57%p 증가 가능한 규모이다.

뛰어난 IB역량으로 타사대비
투자처 확보 및 운용에
유리하다 판단

신규업무인 발행어음 수익성은 조달보다 운용역량에 달려있다. 미래에셋대우의 초대형IB 신규업무에 대한 가장 공격적인 태도로 IB조직도 전문영역에 따라 기업금융과 PF금융으로 분화하여 IB 역량에 집중한다는 점에 주목할 필요가 있다. 해외투자 PI 역량과 미래에셋자산의 글로벌 부동산 투자와 연계한 상품으로의 IB수익도 뛰어나 발행어음 투자처 확보에 타사보다 유리하다 판단한다.

표 1. 발행어음으로 신규 창출 가능 예상 수익- 시행 첫해

(단위: 십억원)

		미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	비고
	자기자본	6,700	4,600	4,100	4,000	4,200	
	발행가능금액	13,400	9,200	8,200	8,000	8,400	* 자기자본의 2배까지 가능
	발행어음평균 조달금리(%)	3,350 1.8	2,300 1.8	2,050 1.8	2,000 1.8	2,100 1.8	* 현재 자기자본의 50% 발행 가정
	신규 창출 가능 손익	마진가정 100bp	25.4	17.4	15.5	15.2	15.9
150bp		38.1	26.2	23.3	22.7	23.9	* 5개사 평균 268억원
200bp		50.8	34.9	31.1	30.3	31.8	
250bp		63.5	43.6	38.8	37.9	39.8	
ROE	마진가정 100bp	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%	* ROE 0.38%p 증가 기대
	150bp	0.57%	0.57%	0.57%	0.57%	0.57%	* ROE 0.57%p 증가 기대
	200bp	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	* ROE 0.76%p 증가 기대
	250bp	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%	* ROE 0.95%p 증가 기대

주: 발행어음 자기자본대비 50% 발행 가정, 법인세율 24.2%

자료: 하나금융투자

표 2. 미래에셋대우 실적 추이

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	476.9	795.9	1,442.0	1,422.4	1,431.4
수수료수익	245.6	544.2	577.8	586.6	620.9
브로커리지수익	119.5	311.9	308.6	295.9	310.4
IB수익	29.5	76.8	41.4	42.8	44.6
금융상품관련수익	112.3	155.9	157.4	163.0	171.2
이자수익	270.8	541.0	523.4	560.3	596.3
상품운용수익	-291.5	-454.4	174.1	128.4	49.7
판매관리비	328.4	792.3	937.9	891.2	894.3
영업이익	148.5	3.6	504.1	531.3	537.1
영업외손익	77.6	17.0	-4.5	0.6	0.7
세전이익	226.1	20.6	499.6	531.9	537.8
당기순익	174.6	16.0	397.2	422.9	427.6

자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	477	796	1,442	1,422	1,431
수수료수익	246	544	578	587	621
브로커리지수익	120	312	309	296	310
IB수익	30	77	41	43	45
금융상품관련수익	112	156	157	163	171
이자수익	271	541	523	560	596
상품운용수익	-292	-454	174	128	50
기타영업수익	49	177	113	129	145
판매관리비	328	792	938	891	894
영업이익	148	4	504	531	537
영업외손익	78	17	-4	1	1
세전이익	226	21	500	532	538
법인세비용	51	5	102	109	110
당기순이익	175	16	397	423	428
지배	170	40	397	423	427
비지배	5	-24	0	0	0

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	28,416	57,270	61,933	65,684	69,692
현금 및 예치금	1,530	5,138	5,074	5,281	5,495
유가증권	18,110	36,595	41,973	44,957	48,168
대출채권	1,395	4,422	4,730	4,922	5,122
유형자산	11	372	295	307	320
기타자산	3,336	5,004	7,329	7,627	7,937
부채총계	24,964	50,610	55,014	58,399	62,155
예수부채	945	4,125	4,467	4,835	5,234
차입부채	11,211	21,673	23,054	24,954	27,011
기타부채	3,200	2,763	6,421	6,682	7,092
자본총계	3,452	6,660	6,920	7,285	7,537
자본금	571	3,402	3,402	3,402	3,402
자본잉여금	1,448	1,879	1,813	1,813	1,813
자본조정	-57	-175	-102	-102	-102
기타포괄손익누계액	68	128	39	39	39
이익잉여금	1,398	1,398	1,769	2,192	2,619

투자지표	(단위: %)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS증가율	-64.7	-98.5	2386.7	6.5	1.1
BPS증가율	-46.0	-67.8	3.9	5.3	3.5
총자산증가율	25.3	101.5	8.1	6.1	6.1
총자본증가율	22.9	102.7	8.7	6.2	6.4
순영업수익 비중					
브로커리지수익	25.1	39.2	21.4	20.8	21.7
IB수익	6.2	9.6	2.9	3.0	3.1
금융상품관련수익	23.6	19.6	10.9	11.5	12.0
영업수지율	96.5	100.0	96.0	95.9	96.1
판매비용률	7.8	10.7	7.5	6.8	6.5
레버리지비율	723.2	759.9	795.1	801.7	824.7

밸류에이션 지표	(단위: 배, 원, %)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS	1,536	23	584	622	628
BPS	30,355	9,789	10,170	10,707	11,077
PER	14.07	393.58	15.83	14.87	14.70
PBR	0.71	0.94	0.91	0.86	0.83
DPS(원)	350	50	150	150	150
현금배당총액(십억원)	39.8	25.9	102.8	102.8	102.8
배당성향(%)	23.5	65.6	25.9	24.3	24.1
배당수익률(%)	1.6	0.7	1.6	1.6	1.6
ROE	5.8	0.8	5.8	5.9	5.8
ROA	0.7	0.1	0.7	0.7	0.6

자료: 하나금융투자

2017년 5월 30일

키움증권(039490)

자회사를 통한 수익 다변화 이익 가시화

특화된 수익구조로 견고한 M/S 1위 유지

온라인특화 증권사인 키움증권은 IT와 금융을 결합한 핀테크에 집중하는 사업전략을 펼치고 있다. 고객편의 중심적 사업전략으로 고개로열티가 높아지며 시장MS(17년 3월 기준 16.3%로 업계 1위)와 신규 계좌개설수를 지속 증가 시키고 있다. 매매 회전율이 높은 개인MS 역시 2017년 3월 기준 26.5%로 역대 최고기록을 이어나가고 있다. 지점이 없고 가파르게 증가하는 비대면 계좌개설 비중(17년 1월 기준 70%)은 큰 비용절감 효과를 가져왔고, 이러한 비용의 효율성은 이익에 기여하고 있다. 대형화 되어가는 증권업 환경속에서 특화된 사업구조로 생존전략을 펼치고 있는 키움증권의 성장은 지속될 것으로 전망한다.

'17년 순영업수익 5,088억원(YoY +7.4%) 예상

2017년 순영업수익 5,088억원(YoY +7.4%), 지배순익 2,034억원(YoY +13.0%)로 추정한다. 고객로열티를 보여주는 주식 활동 및 활동대기 계좌수는 16년 12월말 기준 약 81만계좌로 16년 상반기 79만계좌 이후 역대 최고를 기록하였다. 1) 높은 고개로열티를 기반으로 탄탄한 시장지배력이 기대되며, 2) 온라인특화 증권사로 지점이 없어 타 증권사 대비 판관비 부담이 적고, 3) 브로커리지수의 중심에서 IB 등으로의 사업포트폴리오 다각화 역시 실적개선에 긍정적이다

투자의견 BUY, 목표주가 108,000원 신규 커버리지 개시

경쟁력 있는 특화된 브로커리지수의 구조로 키움증권의 시장 MS는 꾸준히 높아 질것으로 예상하며, 자산운용과 저축은행 등 자회사 수익 안정화로 수익력 지속 가능할 전망이다. 타사 대비 높은 ROE(17년 예상 ROE 15.2%)도 매력적이다. 투자 의견 BUY, 목표주가 108,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. '17년 예상 BPS 65,963원에 Target BPR 1.63배 적용하였다.

Initiation

BUY

TP(12M): 108,000원(신규) | CP(5월23일): 83,400원

Key Data		Consensus Data		
		2017	2018	
KOSPI 지수 (pt)	2,311.74			
52주 최고/최저(원)	86,300/62,000	매출액(십억원)	1,088.4	1,141.4
시가총액(십억원)	1,847.5	영업이익(십억원)	251.1	271.8
시가총액비중(%)	0.15	순이익(십억원)	190.3	204.9
발행주식수(천주)	22,099.7	EPS(원)	8,614	9,447
60일 평균 거래량(천주)	56.8	BPS(원)	64,168	72,570
60일 평균 거래대금(십억원)	4.6			
17년 배당금(예상, 원)	0			
17년 배당수익률(예상, %)	0.00			
외국인지분율(%)	26.38			
주요주주 지분율(%)				
다우기술 외 6인	47.89			
국민연금	9.96			
추가상승률	1M 6M 12M			
절대	8.2 27.1 17.1			
상대	1.3 9.3 (1.0)			



Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	십억원	466	474	509	500	517
영업이익	십억원	241	231	265	258	287
세전이익	십억원	250	236	267	259	286
당기순이익	십억원	190	180	204	195	213
EPS	원	8,596	8,155	9,219	8,825	9,646
BPS	원	50,220	56,473	59,383	65,963	72,143
PER	배	7.21	8.83	8.84	9.24	8.45
PBR	배	1.23	1.27	1.37	1.24	1.13
ROE	%	18.2	15.3	15.5	13.4	13.3
DPS	원	700	850	850	850	850



Analyst 임수연
02-3771-7090
sy.lim@hanafn.com

위탁매매 M/S 16.3% 업계 1위, 매매회전을 높은 개인M/S 26.5% 역대최고

IT와 금융을 결합한 핀테크에 집중하는 사업전략으로 고객편의중심적 포맷 추구. 고객 로열티 상승

오프라인 비중이 줄어들고 모바일 비중이 점차 커지는 금융업의 추세속에서 온라인비중이 큰 키움증권의 경쟁력은 더욱 높아지고 있다. 온라인특화 증권사인 키움증권은 IT와 금융을 결합한 핀테크에 집중하는 사업전략을 펼치고 있다. 키움증권 앱은 고객들의 의견을 24시간 마다 실시간으로 반영하며, 고객편의중심적으로 포맷을 새롭게 하고 있다. 이러한 키움증권의 전략으로 높아진 고객 로열티는 시장 점유율과 신규계좌개설수의 증가로 이어지며, 기존고객들의 활동도 지속적으로 늘어나고 있다.

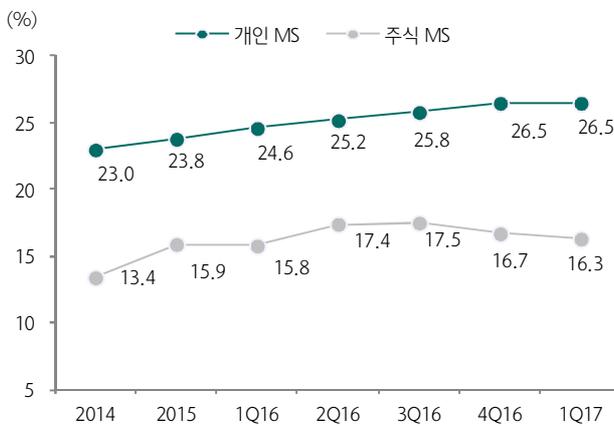
일평균 신규 계좌수 1,000계좌 이상유지

키움증권의 일평균 신규계좌수는 2016년 2분기 1,578계좌를 고점으로 3분기 1,320계좌, 4분기 1,100계좌로 점차 줄어들고 있으나, 매달 일평균 1,000계좌 이상의 여전히 타사대비 높은 신규계좌개설수를 유지하고 있다. 약정이 있는 계좌와 약정은 없지만 예탁자산이 있는 계좌수를 보여주는 활동&활동 대기 계좌 수는 2016년 12월기준 약 81만계좌로 '16년 상반기 79만계좌 이후 역대 최고 기록하였다.

시장점유율 16.3%로 업계 1위 지속

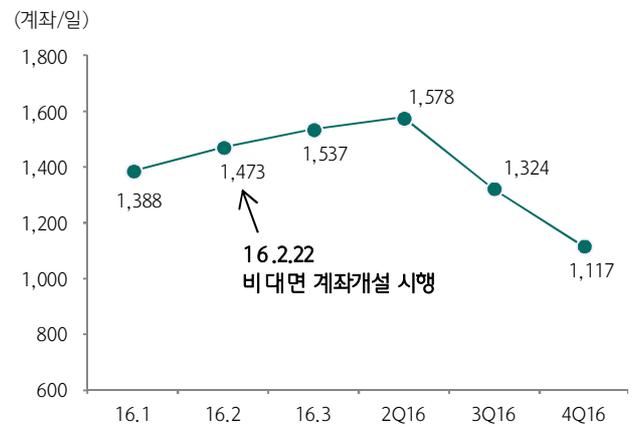
2017년 3월 누적기준 키움증권의 시장 점유율은 16.3%로 업계 1위이며, 2위사(11.6%)와는 약 5%차이가 난다. 매매회전율이 높은 개인MS 역시 '17년 3월 기준 26.5%로 매분기 역대 최고 기록을 갱신하고있다. 꾸준히 높은 신규계좌개설수와 기존고객의 지속적 활동이 시장 점유율을 높이는 주된 이유이다.

그림 1. 키움증권 전체 및 개인점유율 추이



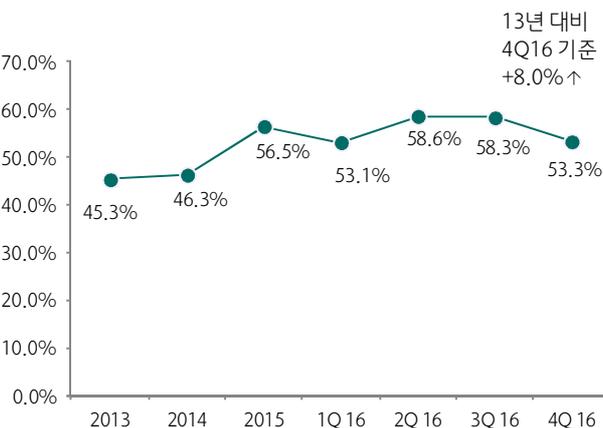
자료: 키움증권, 하나금융투자

그림 2. 키움증권 일평균 신규계좌수



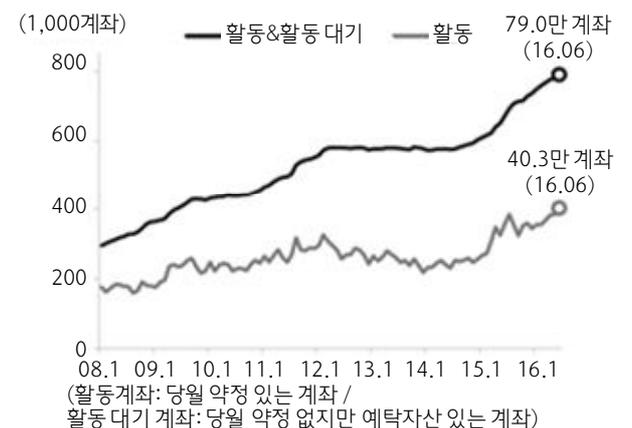
자료: 키움증권, 하나금융투자

그림 3. 주식시장 온라인 비중



자료: 키움증권, 하나금융투자

그림 4. 주식 활동 및 활동 대기 계좌수 추이



자료: 키움증권, 하나금융투자

순영업수익대비 판관비 비중
 키움증권 53.3%, 증권사 평균
 71.9%로 평균대비 약 18% 절감.

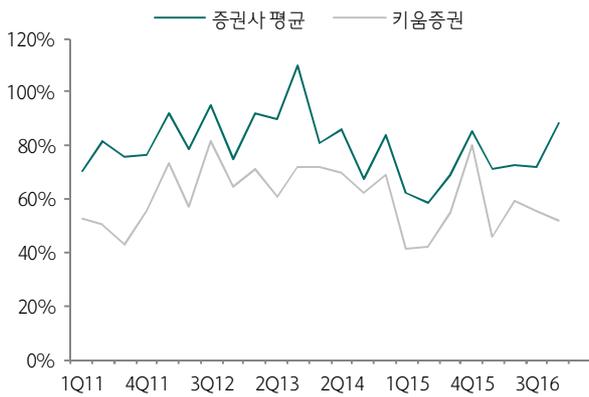
온라인 특화 증권사로 타사 대비 판관비 부담이 적어 높은 비용 효율성

키움증권의 또다른 경쟁력은 비용의 효율성이다. 비대면 계좌개설이 전체 신규 계좌수에서 차지 하는 비중은 시행 직후 2~3월은 30% 내외였으나 2017년 1월기준 약 70%까지 증가 하였다. 이러한 지속적인 비대면 계좌개설의 증가는 키움증권에 좀 더 유리한 방향이다.

지점이 없는 키움증권은 시중 은행을 통한 계좌개설로 은행에 주는 수수료가 15년 기준 판 관비의 약 11%를 차지했다. 은행지급수수료는 처음 계좌를 개설할때 지급하는 개설수수료 와, 개설한 계좌에서 거래 발생시 지급하는 수수료가 있다. 비대면 계좌개설을 통해 신규계 좌에 들어가는 수수료비용이 없기 때문에 장기적으로 비용절감이 클 것으로 판단한다.

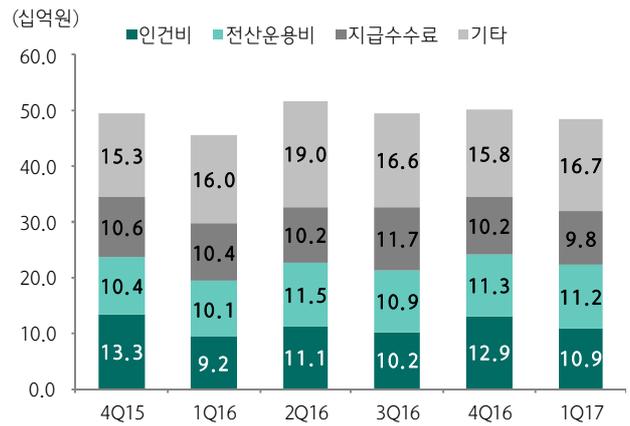
또한, 온라인특화 증권사로 지점이 없기때문에 키움증권은 타 증권사 대비 판관비 부담이 적 다. 순영업수익대비 판관비 비중은 2017년 3월 누적 기준 증권사 평균 75.8%인 반면, 키움 증권은 52.8%으로 증권사 평균대비 약 23% 낮다.

그림 5. 순영업수익대비 판관비 비중



자료: FISS, 하나금융투자

그림 6. 판관비 추이(별도기준)



자료: 키움증권, 하나금융투자

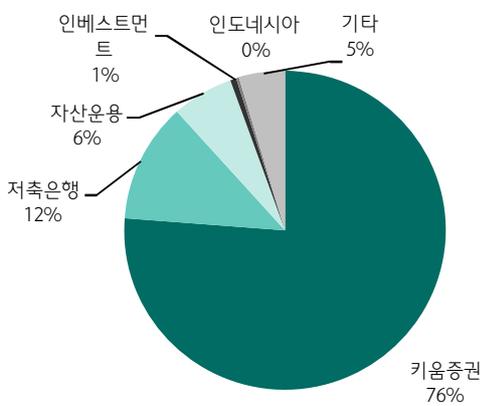
자회사를 통한 수익 다변화

저축은행, 자산운용 등
자회사 실적 안정적으로 수익기여

2016년 4분기부터 키움에스저축은행(서울권 라이선스, 기존 키움저축은행은 경기권 라이선스) 연결이익으로 포함 되었다. 키움&키움에스저축은행의 꾸준한 이익기여가 계속 될 전망이다. 2014년에 우리자산운용을 인수한 키움투자자산운용은 2016년 12월말 AUM 34조원으로 2015년 12월말 대비 10조원이상 증가하며 꾸준한 AUM 증가를 기반으로 안정적 수익 기여에 일조하고 있다.

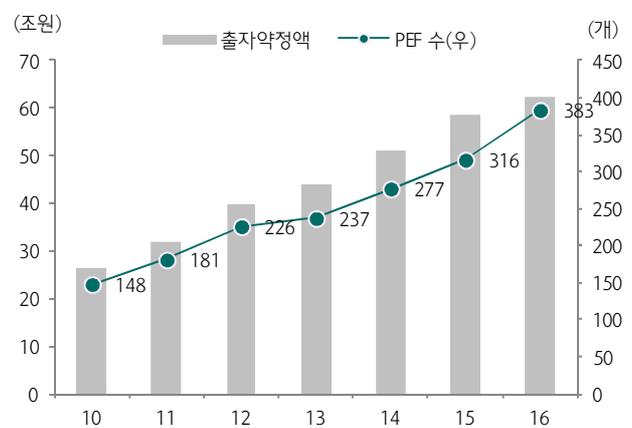
최근 IB부문 강화를 위해 키움PE(지분율 40%) 신설을 발표했다. 자본금 500억으로 국내 1위 PEF 운용사(자본금 120억) 보다 4배이상 많다. 대형사와 차별화된 틈새 시장 공략 전략이 기대된다.

그림 7. 영업이익 비중(2016년 기준)



자료: 키움증권, 하나금융투자

그림 8. 국내 PEF 시장



자료: 키움증권, 하나금융투자

표 1. 키움증권 실적 추이

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	466.3	473.5	508.8	500.3	517.4
수수료수익	208.5	215.1	215.1	223.8	234.2
브로커리지수익	185.7	173.5	170.5	176.4	185.0
IB수익	21.5	20.2	21.2	22.0	22.9
금융상품관련수익	8.1	11.0	12.4	13.4	14.6
이자수익	121.2	138.0	182.3	192.2	202.4
상품운용수익	137.1	119.9	39.4	12.6	6.6
판매관리비	224.9	242.8	244.0	242.6	230.7
영업이익	241.4	230.7	264.8	257.6	286.7
영업외손익	8.2	5.2	2.0	1.0	-0.3
세전이익	249.6	235.9	266.8	258.7	286.5
당기순익	190.0	180.2	203.7	195.0	213.2
지배	189.7	179.9	203.4	194.7	212.8

자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	466	474	509	500	517
수수료수익	209	215	215	224	234
브로커리지수익	186	173	170	176	185
IB수익	21	20	21	22	23
금융상품관련수익	8	11	12	13	15
이자수익	121	138	182	192	202
상품운용수익	137	120	39	13	7
기타영업수익	2	6	69	69	72
판매관리비	225	243	244	243	231
영업이익	241	231	265	258	287
영업외손익	8	5	2	1	0
세전이익	250	236	267	259	286
법인세비용	60	56	63	64	73
당기순이익	190	180	204	195	213
지배	190	180	203	195	213
비지배	0	0	0	0	0

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	6,152	8,857	9,961	10,565	11,233
현금 및 예치금	325	389	528	515	505
유가증권	3,753	5,767	6,071	6,572	7,113
대출채권	1,485	2,084	2,302	2,492	2,697
유형자산	78	85	89	89	89
기타자산	506	521	956	882	814
부채총계	5,042	7,609	8,649	9,107	9,638
예수부채	3,307	4,192	4,757	4,950	5,152
차입부채	891	2,024	1,917	2,116	2,351
기타부채	431	431	1,094	1,105	1,019
자본총계	1,110	1,248	1,312	1,458	1,594
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	188	190	190	190	190
자본조정	-21	-31	-28	-28	-28
기타포괄손익누계액	10	-5	-15	-15	-15
이익잉여금	815	979	1,164	1,359	1,573

투자지표	(단위: %)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS증가율	149.7	-5.1	13.0	-4.3	9.3
BPS증가율	13.8	12.5	5.2	11.1	9.4
총자산증가율	13.5	44.0	12.5	6.1	6.3
총자본증가율	13.4	50.9	13.7	5.3	5.8
순영업수익 비중					
브로커리지수익	39.8	36.6	33.5	35.3	35.8
IB수익	4.6	4.3	4.2	4.4	4.4
금융상품관련수익	1.7	2.3	2.4	2.7	2.8
영업수지율	70.7	75.6	76.9	77.9	76.5
판매비용률	27.3	25.7	21.3	20.8	18.9
레버리지비율	554.3	709.7	759.1	724.7	704.5

밸류에이션 지표	(단위: 배, 원, %)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS	8,596	8,155	9,219	8,825	9,646
BPS	50,220	56,473	59,383	65,963	72,143
PER	7.21	8.83	8.84	9.24	8.45
PBR	1.23	1.27	1.37	1.24	1.13
DPS(원)	700	850	850	850	850
현금배당총액(십억원)	15.5	18.8	18.8	18.8	18.8
배당성장률(%)	8.2	10.4	9.2	9.6	8.8
배당수익률(%)	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0
ROE	18.2	15.3	15.5	13.4	13.3
ROA	3.3	2.4	2.2	1.9	2.0

자료: 하나금융투자

2017년 5월 30일

한국금융지주(071050)

잘나가는 자회사

안정적 수익구조, 자회사 수익 다변화를 통한 수익 기여

한국금융지주는 한국투자증권을 비롯 7개의 자회사로 구성되어 있으며 한국투자증권의 수익 기여도가 60%이상인 증권중심의 금융지주사이다. 한국투자증권은 비교적 균형적인 수익원을 바탕으로 순영업수익이 구성되어있다. 주목할 부분은 부동산투자부문의 빠른 성장이다. '16년말 기준 부동산투자수익은 858억원으로 IB수수료수익에서 차지하는 비중은 58%이다. 이는 '12년말 175억원 대비 무려 390%나 증가 하였다. IB수수료 수익도 '16년말 기준 1,472억원으로 전년대비 65.4% 증가하며 큰 폭의 성장세를 이어가고 있다. 운용사, 저축은행, 캐피탈 등 다양한 자회사로부터 다각화된 사업포트폴리오를 기반으로 안정적인 수익을 유지 하고 있어 타사대비 증시 및 산업 환경에 큰 변동성이 없다는 점이 강점이다.

'17년 순영업수익 1조 1,897억원(YoY +19.2%) 예상

2017년 순영업수익 1조 1,897억원(YoY +19.2%), 지배순익 3,925억원(YoY +40.2%)로 추정한다. 1)운용 자회사의 AUM은 FY16 기준 43.7조원(한투운용 37.8조원, 밸류운용 5.9조원)으로 역대 최대를 기록하며 꾸준한 자산성장률로 금융지주 수익 안정화에 기여 하고 있으며, 2)저축은행은 '14년 9월 예성저축은행을 합병 후 서울지역까지 영업기반을 확대하며 '16년 AUM 2조원을 돌파하였으며 증권, 운용사 다음으로 금융지주에 큰 수익기여를 하고 있다. 운용자산 유입이 확대되고 부동산금융 등 신규 사업 규모가 확대되는 점도 긍정적이다.

투자의견 BUY, 목표주가 75,000원 신규 커버리지 개시

유상증자를 통해 자본규모 4조원으로 초대형IB 요건에 충족한 한국투자증권은 IB의 강점을 살려 신규 업무를 통한 수익이 기대되며, 점차 증권중심에서 벗어나 균형 있는 자회사의 수익기여 또한 기대된다. 투자의견 BUY, 목표주가 75,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. '17년 예상 BPS 73,093원에 Target BPR 1.03배 적용하였다.

Initiation

BUY

| TP(12M): 75,000원(신규) | CP(5월29일): 60,600원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,352.97
52주 최고/최저(원)	61,100/40,050
시가총액(십억원)	3,377.0
시가총액비중(%)	0.28
발행주식수(천주)	55,726.0
60일 평균 거래량(천주)	133.0
60일 평균 거래대금(십억원)	6.8
17년 배당금(예상, 원)	0
17년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	40.97
주요주주 지분율(%)	
김남구 외 10 인	22.53
국민연금	9.13
주가상승률	1M 6M 12M
절대	18.1 47.6 38.8
상대	10.7 24.1 16.2

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	432.6	401.8
순이익(십억원)	360.3	365.5
EPS(원)	6,089	5,862
BPS(원)	63,198	68,326

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	십억원	1,002	998	1,190	1,177	1,257
영업이익	십억원	385	363	517	530	598
세전이익	십억원	417	369	503	515	584
당기순이익	십억원	324	272	382	391	443
EPS	원	5,554	4,634	6,518	6,674	7,561
BPS	원	54,298	56,532	67,063	73,093	78,507
PER	배	8.92	11.63	8.27	8.08	7.13
PBR	배	0.91	0.95	0.80	0.74	0.69
ROE	%	10.8	8.6	10.8	9.9	9.9
DPS	원	1,000	800	1,000	1,100	1,100



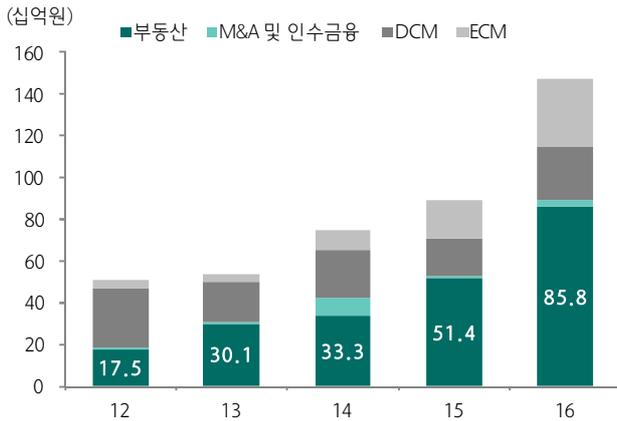
Analyst 임수연
02-3771-7090
sy.lim@hanafn.com

한국투자증권 IB수수료수익 강화, 비증권 자회사의 실적 안정화

비증권 자회사의 실적 안정화를 통한 이익기여 기대

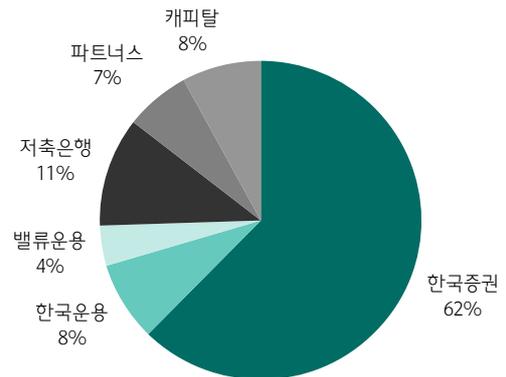
한국금융지주의 핵심 자회사 한국투자증권은 최근 부동산 PF딜을 중심으로 IB수수료수익 기여도가 커졌다. 특히 작년부터 시작한 해외부동산 투자에서 실적이 크게 증가하고 있다. 과거 운용자회사를 통한 자산관리나 브로커리지 수익 위주에서 최근 실적은 IB 수수료수익에서 기여하는 바가 커졌다. 또한, 자회사의 이익이 안정화되며 비증권 자회사를 통한 이익기여가 기대된다.

그림 1. IB수수료 수익 구성



자료: 한국금융지주, 하나금융투자

그림 2. 한국금융지주 수익 기여도



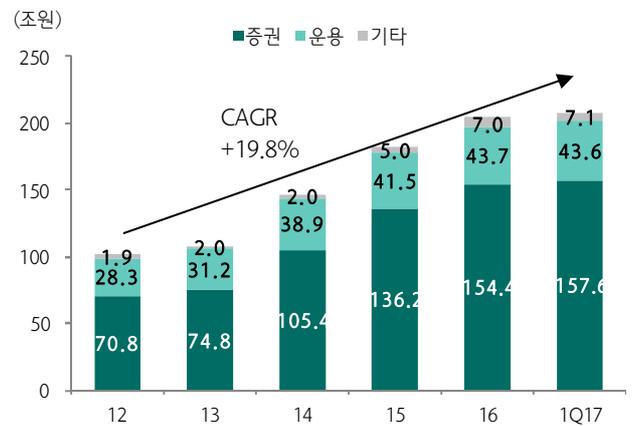
주: 2016년말 기준
자료: 한국금융지주, 하나금융투자

그림 3. 한국투자증권 고객자산가수 추이



자료: 한국금융지주, 하나금융투자

그림 4. 한국금융지주 고객예탁자산 추이



자료: 한국금융지주, 하나금융투자

표 1. 한국투자증권 해외 실물부동산 및 대체투자 부문

국가	시기	대상	투자금액	비고
폴란드	2016.1	아마존 물류센터	1,000억원	셀다운 100% 완료
호주	2016.1	캔버라 복지부 빌딩	2,000억원	셀다운 100% 완료
벨기에	2016.3	브리셀 고용부 빌딩	2,000억원	셀다운 100% 완료
대한민국	2016.10	평촌 C-스퀘어	9,000억원	셀다운 100% 완료
일본	2016.10	야마구치 태양광 발전사업	2,000억원	셀다운 100% 완료
싱가포르	2016.12	싱가포르에어 항공기	1,000억원	셀다운 100% 완료
미국	2016.12	필라델피아 국제청 빌딩	4,000억원	셀다운 100% 완료
프랑스	2016.12	노바티스 빌딩	4,800억원	셀다운 100% 완료

자료: 한국금융지주, 하나금융투자

표 2. 한국투자증권 실적 추이

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	795.0	765.3	944.3	937.2	970.0
수수료수익	447.7	453.4	448.1	482.9	519.5
브로커리지수익	298.2	251.6	225.9	230.0	241.2
IB수익	75.8	117.6	106.6	125.7	143.8
금융상품관련수익	101.0	103.2	113.1	121.2	128.9
이자수익	367.4	340.2	373.8	391.5	410.2
상품운용수익	135.2	-292.9	23.0	58.7	35.9
판매관리비	480.6	465.5	494.8	489.3	486.8
영업이익	314.4	299.8	449.5	447.8	483.3
영업외손익	3.2	6.5	-1.5	5.4	5.6
세전이익	317.7	306.3	447.9	453.2	488.9
당기순익	256.1	243.7	365.7	362.6	391.1

자료: 한국금융지주, 하나금융투자

표 3. 한국금융지주 실적 추이

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	1,002.0	998.3	1,189.7	1,177.3	1,256.7
수수료수익	596.7	612.2	597.7	646.7	695.3
이자수익	445.6	447.9	486.5	494.0	486.8
상품운용수익	-2,360.3	-2,520.8	-800.4	-102.1	-69.7
판매관리비	617.5	634.8	672.4	647.2	658.5
영업이익	384.5	363.5	517.3	530.1	598.2
영업외손익	32.7	4.4	-14.0	-14.8	-14.4
세전이익	417.2	369.1	503.3	515.3	583.8
당기순익	324.3	271.6	382.0	391.1	443.1
지배	324.3	280.0	392.5	406.8	441.7

자료: 한국금융지주, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업손익	1,002	998	1,190	1,177	1,257
수수료손익	597	612	598	647	695
이자손익	446	448	486	494	487
상품운용손익	-2,360	-2,521	-800	-102	-70
기타영업손익	22	-8	92	95	101
판매관리비	618	635	672	647	658
영업이익	385	363	517	530	598
영업외손익	33	4	-14	-15	-14
세전이익	417	369	503	515	584
법인세비용	93	97	121	124	141
당기손익	324	272	382	391	443
지배	324	280	392	407	442
비지배	0	-8	-11	-16	1

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	31,521	37,307	40,990	41,570	42,175
현금 및 예치금	5,856	6,064	6,047	6,293	6,548
유가증권	19,987	24,558	26,272	26,272	26,272
대출채권	4,066	5,348	5,968	6,210	6,462
유형자산	310	305	306	306	306
기타자산	885	887	1,899	1,976	2,056
부채총계	28,350	33,812	37,060	37,287	37,574
예수부채	4,742	5,378	5,148	5,107	5,066
차입부채	13,237	16,177	17,858	18,583	19,338
기타부채	977	1,045	1,805	1,879	1,955
자본총계	3,171	3,495	3,930	4,283	4,600
자본금	308	308	308	308	308
자본잉여금	603	603	604	604	604

투자지표	(단위: %)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS증가율	35.6	-16.6	40.7	2.4	13.3
BPS증가율	10.9	4.1	18.6	9.0	7.4
총자산증가율	24.4	17.6	10.6	1.4	1.5
총자본증가율	26.1	19.1	9.8	0.6	0.8
순영업수익 비중(한투)					
브로커리지수익	37.5	32.9	23.9	24.5	24.9
IB수익	9.5	15.4	11.3	13.4	14.8
금융상품관련수익	12.7	13.5	12.0	12.9	13.3
영업수지율	91.7	93.2	93.2	93.1	92.6
판매비용률	13.3	11.9	8.9	8.4	8.2
레버리지비율	894.1	1018.9	943.1	870.6	816.8

밸류에이션 지표	(단위: 배, 원, %)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS	5,554	4,634	6,518	6,674	7,561
BPS	54,298	56,532	67,063	73,093	78,507
PER	8.92	11.63	8.27	8.08	7.13
PBR	0.91	0.95	0.80	0.74	0.69
DPS(원)	1,000	800	1,000	1,100	1,100
현금배당총액(십억원)	58.7	47.2	59.0	64.2	64.2
배당성장률(%)	18.1	16.9	15.0	15.8	14.5
배당수익률(%)	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0
ROE	10.8	8.6	10.8	9.9	9.9
ROA	1.1	0.8	1.0	1.0	1.1

자료: 하나금융투자

2017년 5월 30일

NH투자증권(005940)

탄력받은 IB수익, 배당주 매력은 덤

IB강점, 초대형IB 신규업무 유리

2014년 NH농협증권은 우리투자증권과 합병하여 현재의 NH투자증권이 되었다. 합병 전후로 총 두차례 희망퇴직이 실시되었으며, '16년 4분기 희망퇴직 비용 반영과 '17년 1분기 임금협상에 의한 인건비 반영을 마지막으로 당분간 인력 구조조정 등에 따른 추가 비용은 없을 예정이다. 희망퇴직으로 인한 연간 인건비 약 190억원 정도의 절감효과가 있으며 이는 판관비 효율성에 기여할 것으로 전망한다. 합병으로 인한 자본규모 4.6조원으로 초대형IB 제도 요건이 충족이 되어, 올해부터 신규업무 사업이 가능하며 IB에 강점인 NH투자증권에 좀 더 유리하게 작용 될 것으로 전망한다.

'17년 순영업수익 1조 1,111억원(YoY +18.8%) 예상

2017년 순영업수익 1조 1,111억원(YoY +18.8%), 당기순이익 3,038억원(YoY +28.7%)로 추정한다. 4분기 반영되었던 일회성 비용 영향으로 평분기 대비 2-3배 많았던 IB수익에도 불구하고 1분기 트레이딩, IB수익이 뒷받침되며 양호한 1분기 실적을 기록하였다. 향후 1) 판관비 안정화로 비용효율성 기대해볼 수 있고, 2) 넷마블게임즈 등 IPO를 비롯한 예정된 주요 IB Deal로 17년 IB부분의 수익 증가가 기대된다. NH투자증권의 1억 원이상 고액자산가는 '17년 3월말 기준 약 7.9만명으로 '16년 초대비 7.4% 증가하였으며, '14년 이후 꾸준한 증가추세에 있다.

투자 의견 BUY, 목표주가 18,000원 신규 커버리지 개시

50%이상의 배당성향과 4%이상의 배당수익률의 높은 배당주 매력이 존재하며, 인력조정으로 인한 향후 비용의 효율성 증가와 자본 4.6조원으로 초대형IB 신규사업에 대한 기대감이 존재한다. 투자 의견 BUY, 목표주가 18,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. '17년 예상 BPS 16,806원에 Target BPR 1.09배 적용하였다.

Initiation

BUY

TP(12M): 18,000원(신규) | CP(5월 29일): 14,250원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,352.97	
52주 최고/최저(원)	14,700/8,850	
시가총액(십억원)	4,010.1	
시가총액비중(%)	0.33	
발행주식수(천주)	281,408.9	
60일 평균 거래량(천주)	1,377.3	
60일 평균 거래대금(십억원)	17.7	
17년 배당금(예상, 원)	0	
17년 배당수익률(예상, %)	0.00	
외국인지분율(%)	13.28	
주요주주 지분율(%)		
농협금융지주 외 2인	49.12	
국민연금	7.74	
추가상승률	1M	6M 12M
절대	8.0	42.9 55.6
상대	1.2	20.2 30.2

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	10,796.7	9,182.0
영업이익(십억원)	395.4	401.3
순이익(십억원)	287.6	300.0
EPS(원)	1,001	1,051
BPS(원)	15,870	16,505

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	십억원	1,076	935	1,111	1,105	1,136
영업이익	십억원	314	302	417	442	469
세전이익	십억원	282	302	399	415	435
당기순이익	십억원	214	236	304	316	331
EPS	원	716	789	1,015	1,056	1,106
BPS	원	15,202	15,335	16,235	16,806	17,479
PER	배	14.11	12.23	13.79	13.26	12.66
PBR	배	0.66	0.63	0.86	0.83	0.80
ROE	%	4.8	5.2	6.3	6.3	6.3
DPS	원	400	400	500	550	550



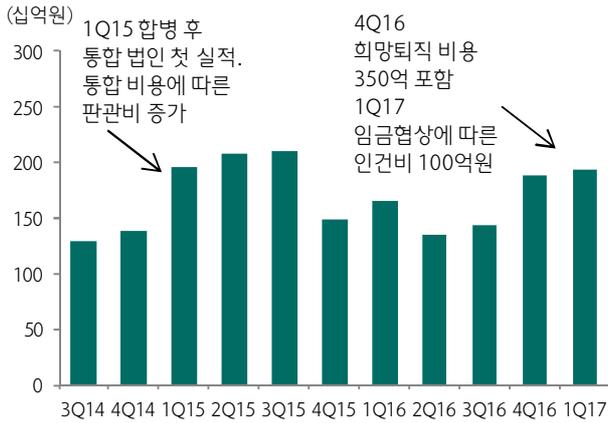
Analyst 임수연
02-3771-7090
sy.lim@hanafn.com

IB수수료수익 증가세

2분기 넷마블게임 IPO를 비롯
딜 확보에 따른 IB수수료수익
증가세 이어질 전망

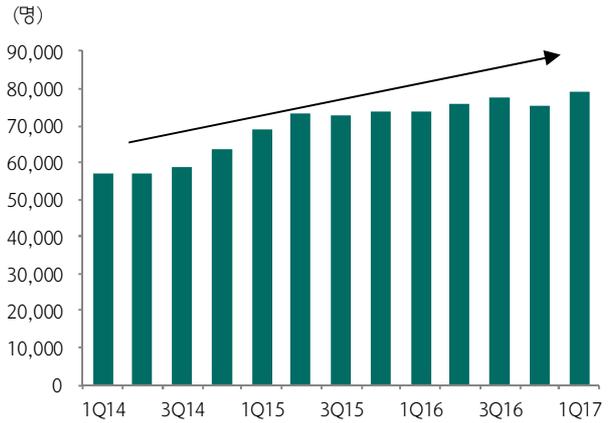
1분기 IB수수료수익은 파크원 PF수수료 등을 포함 704억원(YoY +60%)으로 실적 기여도가 컸으며, 탄력받은 IB수수료수익은 올해 최대 규모인 넷마블게임즈 IPO 및 해외투자 딜 확보 등으로 2분기에도 이어질 것으로 예상된다. 4조원이상 증권사 중 발행어음 업무를 가장 빨리 시작할 것으로 보여 초반 자금조달 및 투자처 확보에 유리한 점은 긍정적이다.

그림 1. 판관비 추이



자료: NH투자증권, 하나금융투자

그림 2. 고객자산가 추이



자료: NH투자증권, 하나금융투자

표 1. NH투자증권 실적 추이

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	1,075.7	934.8	1,110.9	1,105.0	1,136.0
수수료수익	541.4	548.0	520.7	505.8	524.6
브로커리지수익	400.3	328.8	273.2	271.4	284.7
IB수익	70.2	95.4	109.5	93.3	97.1
금융상품관련수익	63.5	60.6	58.7	60.5	59.8
이자수익	621.4	605.6	691.5	740.3	785.4
상품운용수익	-110.2	-325.5	-168.7	-173.2	-204.7
판매관리비	762.6	632.8	693.4	663.4	666.6
영업이익	314.1	301.9	417.5	441.6	469.5
영업외손익	-31.9	0.0	-18.4	-26.5	-34.6
세전이익	282.2	302.0	399.1	415.1	434.9
당기순익	214.2	236.2	303.8	316.1	331.1

자료: NH투자증권, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	1,076	935	1,111	1,105	1,136
수수료수익	541	548	521	506	525
브로커리지수익	400	329	273	271	285
IB수익	70	95	109	93	97
금융상품관련수익	64	61	59	61	60
이자수익	621	606	692	740	785
상품운용수익	-110	-325	-169	-173	-205
기타영업수익	69	75	99	84	77
판매관리비	763	633	693	663	667
영업이익	314	302	417	442	469
영업외손익	-32	0	-18	-27	-35
세전이익	282	302	399	415	435
법인세비용	68	66	95	99	104
당기순익	214	236	304	316	331
지배	215	236	304	316	331
비지배	-1	0	0	0	0

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	41,706	42,971	46,576	49,293	52,223
현금 및 예치금	1,284	725	677	644	644
유가증권	30,812	32,158	33,692	35,755	37,946
대출채권	3,633	3,932	4,984	5,395	5,840
유형자산	294	308	307	319	332
기타자산	115	158	183	169	156
부채총계	37,156	38,322	41,717	44,262	46,991
예수부채	1,978	2,372	2,799	2,912	3,031
차입부채	16,272	15,275	14,920	16,150	17,482
기타부채	104	134	220	248	279
자본총계	4,551	4,649	4,860	5,031	5,232
자본금	1,531	1,531	1,531	1,531	1,531
자본잉여금	1,538	1,538	1,538	1,538	1,538
자본조정	-20	-20	-20	-20	-20
기타포괄손익누계액	205	205	183	183	183
이익잉여금	1,269	1,385	1,568	1,884	2,215

투자지표	(단위: %)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS증가율	163.6	10.3	28.6	4.0	4.8
BPS증가율	3.9	0.9	5.9	3.5	4.0
총자산증가율	1.6	5.8	5.6	5.8	5.9
총자본증가율	1.3	6.4	5.6	6.1	6.2
순영업수익 비중					
브로커리지수익	37.2	35.2	24.6	24.6	25.1
IB수익	6.5	10.2	9.9	8.4	8.5
금융상품관련수익	5.9	6.5	5.3	5.5	5.3
영업수지율	95.5	96.6	96.1	95.4	95.2
판매비용률	10.9	7.2	6.5	7.0	6.7
레버리지비율	916.5	960.9	958.4	979.8	998.2

밸류에이션 지표	(단위: 배, 원, %)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS	716	789	1,015	1,056	1,106
BPS	15,202	15,335	16,235	16,806	17,479
PER	14.11	12.23	13.79	13.26	12.66
PBR	0.66	0.63	0.86	0.83	0.80
DPS(원)	400	400	500	550	550
현금배당총액(십억원)	120.7	120.7	150.6	165.6	165.6
배당성장률(%)	56.1	51.1	49.6	52.4	50.0
배당수익률(%)	4.0	4.1	3.6	3.9	3.9
ROE	4.8	5.2	6.3	6.3	6.3
ROA	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7

자료: 하나금융투자

2017년 5월 30일

삼성증권(016360)

삼성은 견고하다

높은 고액자산가수, 초대형IB 신규업무 기여 가능

3월 유상증자 후 자기자본 4.1조원으로 초대형IB 제도 요건을 충족하였다. 이로 인해 발행어음 등 신규 업무를 통한 새로운 수익 창출이 가능할 전망이다. 최근 삼성증권의 경쟁력이었던 HNWI(High Net Worth Individuals) 자산 1억원 이상의 고액자산가수가 소폭 감소하고 있으나, HNWI 고객당 평균자산은 9.6조원 수준 유지를 하고 있다. 여전히 타사대비 높은 삼성증권의 고액자산가수는 신규 업무에 보다 유리할 것으로 기대한다.

'17년 순영업수익 8,635억원(YoY +8.7%) 예상

2017년 순영업수익 8,635억원(YoY +8.7%), 당기순익 2,168억원(YoY +24.4%)로 추정한다. '17년 3월말기준 순영업수익 중 WM이 차지하는 비중은 44%로 전년대비 +11%가 증가하였다. 파생결합증권판매 수익 및 MS 증가 영향이 크다. 1) 고액자산가는 9.2만명으로 타사대비 높은 수준을 유지하고 있으며, 2) 이에 따른 WM 부문에서의 경쟁력이 여전히 유효하다고 판단한다. 그동안 삼성증권의 일반개인 리테일쪽은 고액자산가 대비 관리가 되지 않았으나, 올해는 채널을 나눠서 고객군별로 관리를 할 계획이다. 고객수익률을 위주로 고액자산가 기준 자산규모 상위권 자리를 지켜나갈 전망이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 48,000원 신규 커버리지 개시

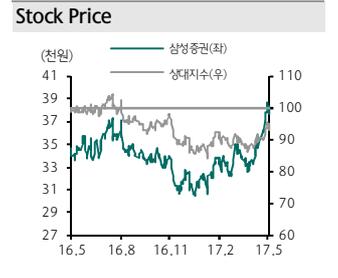
초대형 IB에 대한 기대와 삼성증권의 안정적 자산운용의 성격으로 향후 실적이 큰 폭으로 하락하지는 않을 것으로 전망하며, 삼성 네임밸류와 향후 계열사로의 기업대출 등으로 시너지를 기대할 수 있다. 투자 의견 BUY, 목표주가 48,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. '17년 예상 BPS 58,684원에 Target BPR 0.82배 적용하였다.

Initiation

BUY

| TP(12M): 48,000원(신규) | CP(5월29일): 39,650원

Key Data		Consensus Data	
		2017	2018
KOSPI 지수 (pt)	2,352.97		
52주 최고/최저(원)	40,200/30,506	매출액(십억원)	4,369.8 4,261.2
시가총액(십억원)	3,540.7	영업이익(십억원)	300.3 304.3
시가총액비중(%)	0.29	순이익(십억원)	220.1 233.4
발행주식수(천주)	89,300.0	EPS(원)	2,588 2,656
60일 평균 거래량(천주)	384.0	BPS(원)	48,683 50,450
60일 평균 거래대금(십억원)	13.6		
17년 배당금(예상, 원)	0		
17년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	21.29		
주요주주 지분율(%)			
삼성생명보외 4인	29.66		
국민연금	8.40		
추가상승률	1M 6M 12M		
절대	14.6 26.8 13.5		
상대	7.4 6.6 (5.0)		



Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	십억원	996	794	864	889	902
영업이익	십억원	377	212	291	308	331
세전이익	십억원	365	230	283	298	319
당기순이익	십억원	275	174	217	228	244
EPS	원	3,598	2,280	2,836	2,969	3,192
BPS	원	46,102	49,329	56,439	58,684	60,533
PER	배	11.60	13.91	13.54	12.93	12.03
PBR	배	0.91	0.64	0.68	0.65	0.63
ROE	%	7.9	4.8	5.0	5.1	5.3
DPS	원	1,000	650	750	750	750



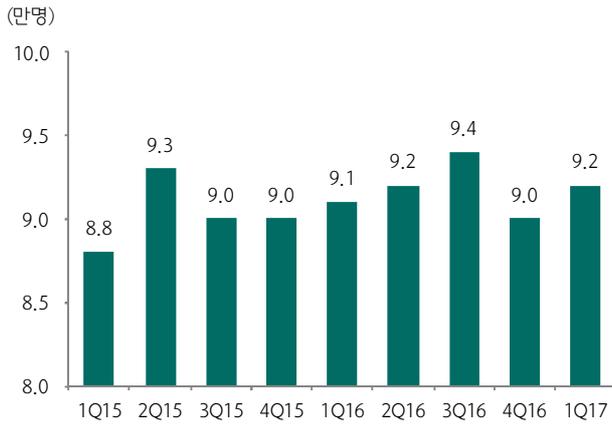
Analyst 임수연
02-3771-7090
sy.lim@hanafn.com

보수적 운용체계에서 벗어나는 중

자산관리부문 경쟁력 지속

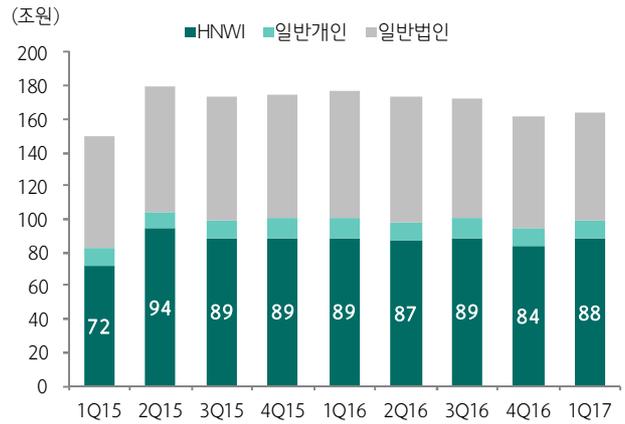
타사대비 보수적인 자산관리 및 투자로 드라마틱한 이익개선을 기대하기 힘들었지만, 최근 핵심 경쟁력인 자산관리부문에서 고객군별로 관리해 나갈 계획이며 4조원 이상 증권사로 신규업무에 대응하여 IB인력 구축 및 투자처 확보에 보다 적극적인 태도로 변해가고 있는 점은 긍정적이다.

그림 1. HNWI 추이



자료: 삼성증권, 하나금융투자

그림 2. 고객예탁자산 추이



자료: 삼성증권, 하나금융투자

표 1. 삼성증권 실적 추이

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	995.9	794.2	863.5	888.7	901.8
수수료수익	540.1	450.0	433.9	436.2	453.2
브로커리지수익	443.6	336.1	315.2	315.4	334.9
IB수익	32.1	31.0	39.7	37.8	34.9
금융상품관련수익	101.0	110.3	73.4	75.6	79.4
이자수익	421.0	410.7	467.2	483.8	486.8
상품운용수익	-67.1	-93.5	136.8	151.1	158.1
판매관리비	619.2	582.6	572.6	581.1	570.7
영업이익	376.7	211.7	291.0	307.6	331.0
영업외손익	-11.8	18.2	-7.8	-9.4	-12.2
세전이익	364.9	229.9	283.2	298.2	318.8
당기순익	275.0	174.2	216.8	228.2	244.0

자료: 미래에셋대우, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	996	794	864	889	902
수수료수익	540	450	434	436	453
브로커리지수익	444	336	315	315	335
IB수익	32	31	40	38	35
금융상품관련수익	101	110	73	76	79
이자수익	421	411	467	484	487
상품운용수익	-67	-94	137	151	158
기타영업수익	102	27	-174	-185	-196
판매관리비	619	583	573	581	571
영업이익	377	212	291	308	331
영업외손익	-12	18	-8	-9	-12
세전이익	365	230	283	298	319
법인세비용	90	56	66	70	75
당기순이익	275	174	217	228	244
지배	275	174	217	228	244
비지배	0	0	0	0	0

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	30,994	33,230	34,836	36,527	38,309
현금 및 예치금	577	1,034	1,300	1,353	1,408
유가증권	23,684	25,157	25,675	26,994	28,389
대출채권	2,156	2,931	3,301	3,435	3,575
유형자산	58	51	51	53	55
기타자산	47	65	64	67	70
부채총계	27,471	29,403	30,522	32,041	33,682
예수부채	4,522	4,557	5,001	5,204	5,415
차입부채	11,569	12,955	12,466	13,490	14,597
기타부채	89	88	43	37	31
자본총계	3,524	3,827	4,314	4,486	4,627
자본금	394	394	458	458	458
자본잉여금	1,508	1,471	1,743	1,743	1,743
자본조정	-330	-59	-59	-59	-59
기타포괄손익누계액	166	131	129	129	129
이익잉여금	1,785	1,889	2,057	2,283	2,527

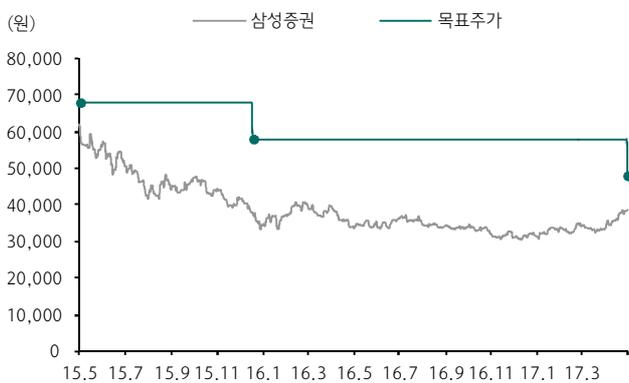
투자 지표	(단위: %)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS증가율	-20.4	-36.6	24.4	4.7	7.5
BPS증가율	2.8	7.0	14.4	4.0	3.1
총자산증가율	20.3	10.0	2.2	4.9	4.9
총자본증가율	22.9	10.0	1.0	5.0	5.1
순영업수익 비중					
브로커리지수익	44.5	42.3	36.5	35.5	37.1
IB수익	3.2	3.9	4.6	4.3	3.9
금융상품관련수익	10.1	13.9	8.5	8.5	8.8
영업수지율	90.4	95.2	95.0	94.9	94.7
판매비용률	15.7	13.2	9.8	9.7	9.1
레버리지비율	879.6	904.2	807.5	814.3	828.0

밸류에이션 지표	(단위: 배, 원, %)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS	3,598	2,280	2,836	2,969	3,192
BPS	46,102	49,329	56,439	58,684	60,533
PER	11.60	13.91	13.54	12.93	12.03
PBR	0.91	0.64	0.68	0.65	0.63
DPS(원)	1,000	650	750	750	750
현금배당총액(십억원)	70.1	49.7	57.3	57.3	57.3
배당성장률(%)	25.5	28.5	26.4	25.3	23.5
배당수익률(%)	2.3	1.7	2.0	2.0	2.0
ROE	7.9	4.8	5.0	5.1	5.3
ROA	1.0	0.5	0.6	0.6	0.7

자료: 하나금융투자

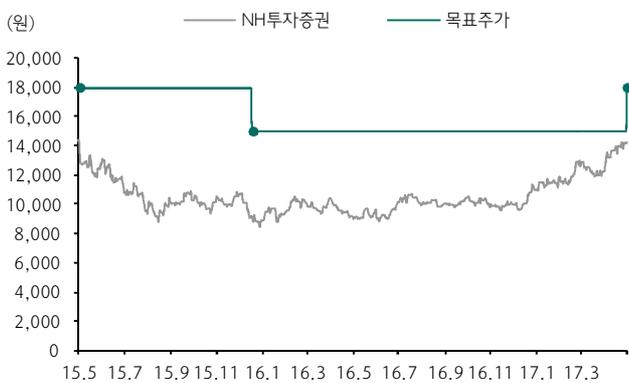
투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

삼성증권



날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
17.5.30	BUY	48,000			
17.5.29	Analyst Change				
16.1.11	BUY	58,000			
15.5.18	BUY	68,000			

NH투자증권



날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
17.5.30	BUY	18,000			
17.5.29	Analyst Change				
16.1.11	BUY	15,000			
15.5.18	BUY	18,000			

키움증권



날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
17.5.30	BUY	108,000			
17.5.29	Analyst Change				
15.5.18	BUY	91,000			

미래에셋대우



날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
17.5.30	BUY	13,000			
17.5.29	Analyst Change				
16.1.11	BUY	13,000			
15.5.18	BUY	19,000			

한국금융지주



날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
17.5.30	BUY	75,000			
17.5.29	Analyst Change				
16.1.29	BUY	66,000			
15.5.18	BUY	82,000			

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	87.6%	11.7%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2017년 5월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(임수연)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2017년 5월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(임수연)는 2017년 5월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.