증권

신용공여 마진 축소로 수익성 둔화 전망

비중확대 (유지)

손미지 ☎ (02) 3772-15721572
✉ mjson@shinhan.com

- 키움증권 신용거래 이자율 인하로 이자수익 마진 둔화 우려 점증
- 신용공여 마진 4~5% 수준, 마진 100bp 축소시 업계 영업이익 4.4% 감소
- 키움증권 목표주가 88,000원으로 7.4% 하향, 투자의견 매수 유지

키움증권 신용거래 이자율 인하로 이자수익 마진 둔화 우려 점증

2017년 상반기 기준 신용공여 이자수익은 증권사 순영업수익(매출)의 10.0%를 차지하고 있다. 전체 이자수익 중 신용공여 이자수익 비중은 18.6%이다. 특히 키움증권의 경우 순영업수익 내 신용공여 이자수익 비중이 23.9%로 가장 높다(FY16 기준 26.3%). 신용거래 이자율 인하가 수익성 둔화에 직접적인 영향을 미칠 수 밖에 없다.

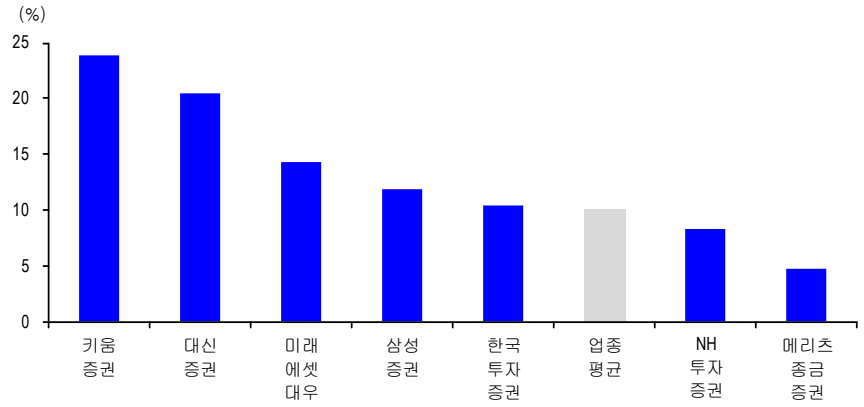
신용공여 마진 4~5% 수준, 마진 100bp 축소시 업계 영업이익 4.4% 감소

당사 추정에 따르면 2017년 상반기 기준 업계 평균 신용공여 이자율은 5.8%로 신용거래 7.5%, 예탁증권담보대출 4.8%로 파악된다. 조달 금리를 제한 순수 신용공여 마진은 4.3% 내외로 추정된다. 신용공여 잔고가 현재 수준에서 유지된다는 가정 하에 마진 100bp 축소시 업계 전체 영업이익은 4.4% 감소할 전망이다(ROE -0.3%p). 키움증권의 경우 마진 100bp 축소시 영업이익 4.8% 감소가 예상된다(ROE -0.8%p).

키움증권 목표주가 88,000원으로 7.4% 하향, 투자의견 매수 유지

신용융자 이자율 인하는 금년 11월부터 시행 예정이므로 실질 손익 영향은 FY18부터 반영될 전망이다. FY18 이후 순이익 추정치 하향(-9.4%)과 할증률 하향(20%→15%)을 반영하여 목표주가는 기존 95,000원에서 88,000원으로 7.4% 하향한다.

커버리지 증권사 순영업수익 내 신용공여 이자수익 비중 (1H17)



자료: 금융투자협회, 신한금융투자

키움증권 신용거래 이자율 인하로 이자수익 마진 둔화 우려 점증

키움증권 發 신용거래 이자율 인하 뉴스로 키움증권 뿐만 아니라 증권업계 전반적인 이자수익 둔화 우려가 커지고 있다. 동사는 오는 11월부터 신용거래 이자율을 기존 11.8%(1~15일)에서 최저 7.5%(1~7일)로 4.3%p 인하하겠다고 밝혔다. 키움증권은 넓은 개인투자자 기반을 바탕으로 타사 대비 상대적으로 높은 신용거래 이자율을 적용해왔다. 91일 이상 기간에 대한 이자율은 업종 평균보다 낮았지만 1~15일 단기간 이자율은 업종 평균(6.9%)에 비해 4.9%p 높은 11.8%였다.

금년초 금융감독원의 '제3차 국민체감 20대 금융관행 개혁' 중 '비은행 금융회사의 고금리 대출관행 시정'이 과제로 포함되면서 고마진 안전수익 역할을 하던 증권사 신용이자 수익에 대한 인하 압력이 높아지고 있던 것이 사실이다. 2017년 상반기 기준 신용공여 이자수익은 증권사 순영업수익(매출)의 10.0%를 차지하고 있다. 전체 이자수익 중 신용공여 이자수익 비중은 18.6%이다.

특히 키움증권의 경우 순영업수익 내 신용공여 이자수익 비중이 23.9%로 가장 높다(FY16 기준 26.3%). 전체 매출의 약 4분의 1을 신용공여 이자수익이 차지하고 있는 셈이다. 신용거래 이자율 인하가 수익성 둔화에 직접적인 영향을 미칠 수 밖에 없다. 금번 인하 후에도 키움증권의 신용거래 이자율이 1~90일 구간에서는 업계 평균보다 높아 경쟁적인 인하로 확산될 가능성이 높지는 않다고 판단한다. 다만 최근 대형사를 중심으로 브로커리지 수수료 무료 프로모션이 격화되고 있어 안심하기에는 이르다.

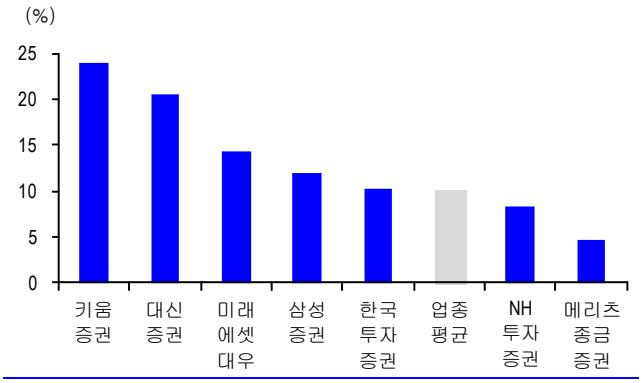
증권업계 및 키움증권 신용거래 이자율 비교

	증권업계 평균	키움증권(기존)	키움증권(인하후)
1~15 일	6.9	11.8	8.0
16~30 일	7.4	9.8	9.0
31~60 일	8.1	8.8	9.0
61~90 일	8.7	8.8	9.0
91~120 일	9.6	8.8	9.0
121~150 일	9.7	8.8	9.0
151~180 일	9.4	8.8	9.0
180 일 초과	9.7	8.8	9.0
연체 이자율	12.4	13.0	13.0

자료: 키움증권, 신한금융투자

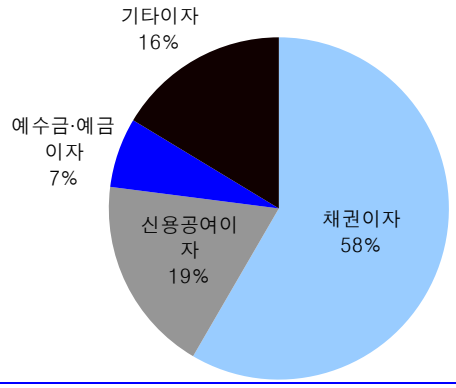
주: 1~15일 구간은 인하 후 1~7일 7.5%, 8~15일 8.5% 적용

커버리지 증권사 순영업수익 내 신용공여 이자수익 비중 (1H17)



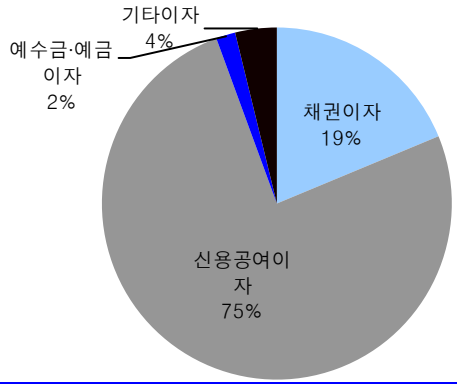
자료: 금융투자협회, 신한금융투자

증권업계 이자수익 breakdown (1H17)



자료: 금융투자협회, 신한금융투자

키움증권 이자수익 breakdown (1H17)



자료: 금융투자협회, 신한금융투자

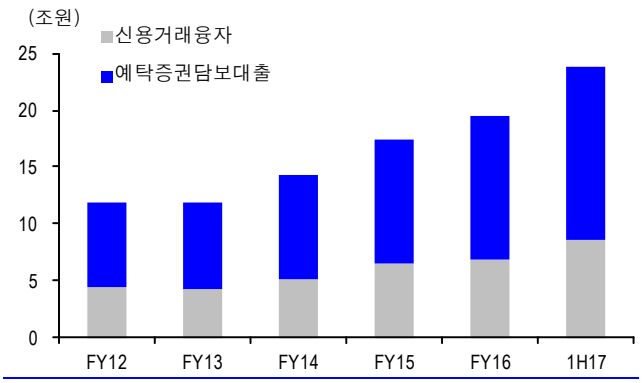
신용공여 마진 4~5% 수준, 마진 축소에도 불구하고 규모 성장으로 상쇄

증권회사의 신용공여는 크게 1) 주식 매입 대금의 일부를 담보로 설정하고 주식 매수 자금을 융통하는 신용거래융자와 2) 보유 주식을 담보로 현금 대출을 받는 예탁증권 담보대출로 이뤄진다.

당사 추정에 따르면 2017년 상반기 기준 업계 평균 신용공여 이자율은 5.8%로 신용거래 7.5%, 예탁증권담보대출 4.8%로 파악된다. 증권회사들의 조달 금리를 국고1년물 수준으로 가정할 경우 조달 금리를 제한 순수 신용공여 마진은 4.3% 내외로 추정된다. 현재 5.8%인 신용공여 이자율은 5년 전인 FY12 7.4%에 비해 1.6%p 하락한 것으로 금리 하락세와 업권내 경쟁 격화가 주된 이유이다.

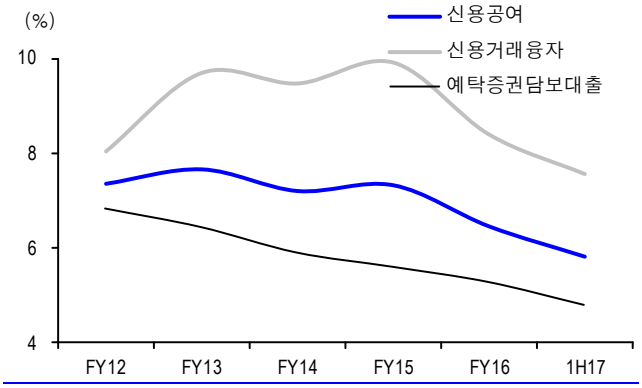
이와 같은 이자율 하락에도 불구하고 증권사들의 신용공여 이자수익은 동기간 43.2% 늘어났다(연평균성장률 7.4%). 이는 신용공여 잔고(평잔)가 동기간 80.7%, 연평균 12.6% 성장했기 때문에 가능했다. 증권업계 신용공여 잔고는 2017년 8월말 기준 신용거래융자 8.3조원, 예탁증권담보대출 15.7조원으로 총 24.0조원을 기록하고 있다. 특히 금년 들어 KOSPI 전고점 돌파 등 증시 호황에 힘입어 신용공여가 크게 늘어났다(16년말 대비 +21.6% YTD).

증권업계 신용공여 잔고(말잔) 추이



자료: 금융투자협회, 신한금융투자

증권업계 신용공여 이자율 추이



자료: 금융투자협회, 신한금융투자

증권업계 신용공여 잔고 및 이자수익 마진 추정

(십억원, %)	신용공여 평잔			신용공여 이자수익			신용공여 이자율			국고1년물 금리	신용공여 추정 마진		
	신용융자	증권담보	신용공여	신용융자	증권담보	신용공여	신용융자	증권담보	신용공여		신용융자	증권담보	신용공여
FY12	4,837.0	7,168.5	12,006	387.9	488.7	882.4	8.0	6.8	7.4	2.9	5.1	3.9	4.4
FY13	4,331.5	7,586.0	11,918	314.4	365.5	684.0	9.7	6.4	7.7	2.7	7.0	3.8	5.0
FY14	4,634.5	8,505.0	13,140	438.2	500.5	945.8	9.5	5.9	7.2	2.4	7.0	3.4	4.8
FY15	5,800.4	10,104.9	15,905	574.2	564.2	1,164.2	9.9	5.6	7.3	1.7	8.2	3.9	5.6
FY16	6,648.7	11,879.2	18,528	556.9	625.1	1,196.5	8.4	5.3	6.5	1.4	6.9	3.8	5.0
1H17	7,660.8	14,033.1	21,694	288.8	335.2	631.6	7.5	4.8	5.8	1.5	6.1	3.3	4.3

자료: 금융투자협회, 신한금융투자 추정

마진 100bp 축소시 업계 영업이익 4.4% 감소

현재 역사적 고점 수준에 위치한 신용공여 잔고를 감안하면 과거와 같은 성장세를 기대하기에는 무리이다. 특히 키움증권의 경우 신용거래융자 이자율 인하 효과를 신용융자 잔고 성장으로 상쇄하기에도 한계가 있다. 2Q17말 기준 신용거래융자 9,663억원, 증권담보대출 2,118억원을 합한 신용공여액 1조 1,781억원이 자기자본(1조 3,712억원) 대비 85.9%를 차지하고 있기 때문이다(자기자본 대비 100% 한도).

당사 민감도 분석에 따르면, 신용공여 잔고가 현재 수준에서 유지된다는 가정 하에 마진 100bp 축소시 업계 전체 영업이익은 4.4% 감소할 전망이다(ROE -0.3%p). 마진 100bp 축소에도 현재의 이자이익 수준이 유지되려면 신용공여 잔고 성장이 20% 이상 필요하다.

키움증권의 경우 마진 100bp 축소시 영업이익 4.8% 감소가 예상된다(ROE -0.8%p). 다만 1H17 기준 키움증권의 신용공여 이자율이 평균 9.1% 수준으로 업계 평균 5.5% 대비 3.6%p 높기 때문에 타사대비 마진 축소폭이 더욱 클 가능성도 염두에 둘 필요가 있다(마진 200bp 축소시 영업이익 -9.6%, ROE -1.6%p).

증권업계 신용공여 잔고 성장 및 마진 축소에 따른 영업이익 증감률 민감도

(%)		신용공여 잔고 성장률				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
신용공여 마진 축소폭	-100bp	(6.5)	(5.4)	(4.4)	(3.3)	(2.3)
	-80bp	(5.7)	(4.6)	(3.5)	(2.4)	(1.3)
	-60bp	(4.9)	(3.8)	(2.6)	(1.5)	(0.3)
	-40bp	(4.1)	(2.9)	(1.8)	(0.6)	0.6
	-20bp	(3.3)	(2.1)	(0.9)	0.4	1.6
	-0bp	(2.6)	(1.3)	0.0	1.3	2.6

자료: 금융투자협회, 신한금융투자 추정

커버리지 증권사 신용공여 이자율 및 평잔 (1H17)

(십억원,%)	신용공여 평잔			신용공여 이자수익 (연율화)			신용공여 이자율		
	신용융자	증권담보	신용공여	신용융자	증권담보	신용공여	신용융자	증권담보	신용공여
미래에셋대우	1,629.9	1,872.3	3,511.3	101.8	93.9	196.0	6.2	5.0	5.6
삼성증권	769.2	1,357.0	2,126.2	52.2	51.0	103.2	6.8	3.8	4.9
한국투자증권	643.9	1,283.8	1,927.6	55.0	66.9	121.9	8.5	5.2	6.3
NH투자증권	569.4	1,312.2	1,894.8	44.4	62.6	107.2	7.8	4.8	5.7
대신증권	285.5	1,034.4	1,323.2	22.6	48.8	71.5	7.9	4.7	5.4
키움증권	874.0	201.7	1,193.7	82.3	16.7	108.1	9.4	8.3	9.1
메리츠종금증권	162.5	536.5	699.0	11.9	26.5	38.4	7.3	4.9	5.5
합계	7,999.1	14,808.8	22,962.1	577.5	670.4	1,263.2	7.2	4.5	5.5

자료: 금융투자협회, 신한금융투자 추정

키움증권 목표주가 88,000원으로 7.4% 하향, 투자의견 매수 유지

키움증권은 금년 상반기 증시 호황에 힘입어 핵심영업이익(수수료손익+이자손익) 성장 뿐만 아니라 상품운용(trading)손익 호조가 두드러졌다. 상품운용손익이 경상적 수준으로 되돌아오면서 상반기 대비 하반기 감익은 불가피하다. 신용융자 이자율 인하는 금년 11월부터 시행 예정이므로 실질 손익 영향은 FY18부터 반영될 전망이다. FY18 이후 순이익 추정치 하향(-9.4%)과 할증률 하향(20%→15%)을 반영하여 목표주가는 기존 95,000원에서 88,000원으로 7.4% 하향한다. 현 주가 대비 상승여력은 21.2%로 투자의견 매수를 유지한다.

키움증권 분기 실적 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	FY16	FY17F	FY18F
순영업수익	125.4	110.5	112.9	124.7	139.5	156.1	**123.3**	110.3	123.4	139.7	124.0	124.2	473.5	**529.1**	511.3
판매비와관리비	56.0	63.1	59.1	64.7	60.9	68.2	**66.1**	67.4	68.7	70.1	71.3	72.4	242.8	**262.5**	282.5
영업이익	69.4	47.5	53.8	60.0	78.6	87.9	**57.2**	42.9	54.7	69.6	52.7	51.8	230.7	**266.6**	228.8
세전이익	69.0	49.4	55.1	62.4	79.2	93.0	**59.8**	44.2	56.0	71.0	54.2	53.4	235.9	**276.2**	234.6
(지배)순이익	50.5	38.9	43.0	47.6	60.6	72.8	**46.2**	34.1	43.3	55.0	41.9	41.2	179.9	**213.7**	181.4
BPS (원)	51,283	52,780	54,579	56,278	57,851	66,587	**68,677**	70,218	71,228	73,717	75,613	77,478	56,278	**70,218**	77,478
PBR (배)	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4	**1.1**	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.3	**1.0**	0.9
ROE (%)	18.1	13.5	14.5	15.5	19.2	21.2	**12.4**	8.9	11.1	13.7	10.2	9.8	15.3	**15.3**	11.1

자료: 키움증권, 신한금융투자 추정

키움증권 연간 실적 전망 변경

(십억원,%)	변경 전		변경 후		변경률	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
순영업수익	537.4	536.6	529.1	511.3	(1.5)	(4.7)
영업이익	274.9	253.3	266.6	228.8	(3.0)	(9.7)
세전이익	284.4	259.1	276.2	234.6	(2.9)	(9.4)
(지배)순이익	220.1	200.4	213.7	181.4	(2.9)	(9.4)
ROE (%)	15.7	12.2	15.3	11.1	(0.4)	(1.0)
BPS (원)	70,508	78,575	70,218	77,478	(0.4)	(1.4)

자료: 신한금융투자 추정

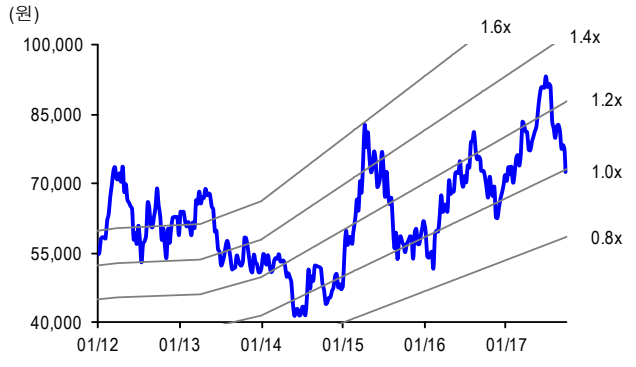
키움증권 목표주가 산출

과거 3년 평균 ROE (%)	14.2	산출주가 (원)	76,390
과거 3년 평균 PBR (배)	1.3	할인/할증 (%)	15.0
과거 3년 ROE/PBR	10.9	목표주가 (원)	88,000
미래 3년 평균 ROE (%)	12.4	조정 Target PBR (배)	1.3
Target PBR (배)	1.1	현재주가 (9/26, 원)	72,600
12개월 forward BPS (원)	67,353	상승여력 (%)	21.2

자료: 신한금융투자 추정

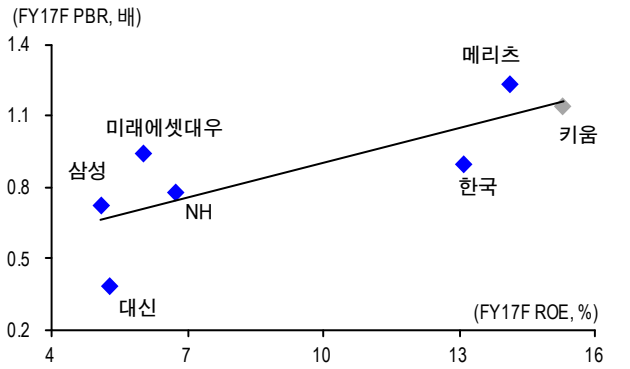
주: 업계 최고 수익성 및 특화된 수익구조를 감안하여 15% 할증하나 수익성 둔화를 반영하여 할증률 20%에서 15%로 축소

키움증권 1yr forward PBR 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

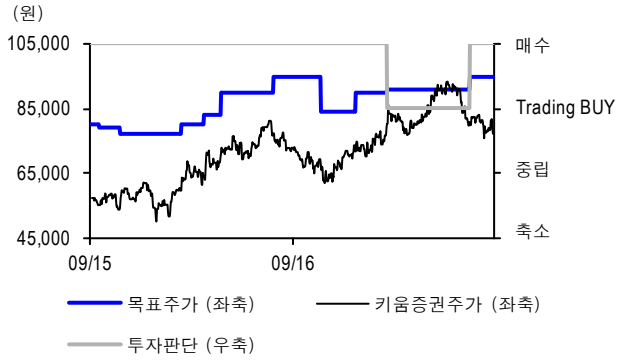
커버리지 증권사 FY17 예상 ROE-PBR 비교



자료: 신한금융투자 추정

투자의견 및 목표주가 추이

키움증권 (039490)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2015년 09월 08일	매수	80,000	(28.0)	(24.4)
2015년 10월 11일	매수	79,000	(27.9)	(25.6)
2015년 11월 18일	매수	77,000	(24.9)	(17.4)
2016년 03월 08일	매수	80,000	(18.8)	(14.0)
2016년 04월 18일	매수	83,000	(16.9)	(12.0)
2016년 05월 19일	매수	90,000	(17.2)	(9.7)
2016년 08월 22일	매수	95,000	(25.3)	(18.2)
2016년 11월 16일	매수	84,000	(19.4)	(11.4)
2017년 01월 18일	매수	90,000	(17.2)	(10.7)
2017년 03월 16일	Trading BUY	91,000	(6.4)	2.6
2017년 08월 13일	매수	95,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 손미지)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다.
- 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목

- **매수** : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상
- **Trading BUY** : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%
- **중립** : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%
- **축소** : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하

섹터

- **비중확대** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
- **중립** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
- **축소** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2017년 09월 22일 기준)

매수 (매수)	89.95%	Trading BUY (중립)	7.04%	중립 (중립)	3.02%	축소 (매도)	0%