

하나금융투자 2018년 전망 | 2017년 11월 9일

증권 Overweight

대형사 자본활용에 주목

- '18년 증권업 투자전략: 자본활용이 우수한 증권사에 집중
- Top picks:
한국금융지주(BUY | TP 84,000원) , 키움증권(BUY | TP 108,000원)



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



CONTENTS

Summary	3
1. GOODBYE 2017	5
1) Review 2017: 반가운 증권업종 상승기	5
2) 증권업에 대두된 이슈는 과도한 우려일 뿐. 하반기 양호한 이익 시현 가능	6
3) 증권사 수익구조의 변화: IB 와 Trading 이익 기여 증가	7
4) 우호적인 2017년의 운용환경 2018년까지 지속될 예정	10
2. HELLO 2018	12
1) 대형사에 유리한 정부의 규제 완화 및 도입	12
2) 신NCR 제도: 규제완화로 대형사의 잉여투자여력 11조원	14
3) 레버리지비율 규제: 빅5 증권사 약 6조원 추가 파생결합증권 발행 가능	16
4) 초대형IB: 발행어음을 통해 최대 1,120억원 신규수익 창출 가능	17
3. 2018년 증권업 투자 전략	18
1) 자본활용이 우수한 증권사에 집중	18
2) 대형 증권사와 수익구조 특화된 증권사의 주가는 시장대비 아웃퍼폼	21
4. 증권사별 2018년 전망	23
Top Picks: 대형주 한국금융지주, 중소형주 키움증권	23
Top Picks	26
한국금융지주 (071050)	27
키움증권 (039490)	31
증권사 DuPont ROE 분석	36

2017년 11월 9일 | Equity Research

증권업

대형사 자본활용에 주목

'18년 증권업 투자전략: 자본활용이 우수한 증권사에 집중

대형사에 유리한 정부의 규제 완화 및 도입에 따라 증권사들의 자본확충으로 증권업 대형화가 이어지고 있다. 늘어난 자본의 크기대비 수익의 한계로 낮아진 ROE는 증권업종 투자에 부담요소로 작용해 왔다. 점차 대형화 되어가는 증권업은 커진 자본을 잘 활용하여 더 큰 이익을 창출하는 증권사에 대한 투자전략이 필요하다 판단한다. DuPont ROE 를 이용한 증권사의 자본활용도를 분석해보면 대형사의 재무레버리지 비율 증가 속도는 중소형사 대비 가파르다. 자본확충 이후 FL(Financial Leverage)의 급격한 증가는 커진 자본 활용을 통한 운용자산 확보로 해석할 수 있으며 확보된 운용자산의 이익률은 ROA 통해 확인 할 수 있다. 대형사의 자본활용도는 자본확충 이후 점차 커지고 있으며 특화된 수익구조를 가진(키움, 메리츠증권) 증권사의 운용자산 이익률이 우수한 것으로 분석되었다. '18년은 자본활용을 통한 운용자산 확보와 확보된 운용자산 수익률을 높여 이익에 기여하는 증권사 중심으로 양호한 이익시현이 이루어질 것으로 판단한다.

Top picks: 한국금융지주, 키움증권

한국금융지주(BUY, TP 84,000원) 의 자회사 한투증권은 자기자본 4조원이상 증권사 중 유일하게 단기금융업(발행어음) 사업자로 지정되었다. 올 해 5,000억 규모의 발행어음 조달은 무난할 것으로 판단하며, '18년 한국금융지주 이익 모멘텀으로 작용 가능할 전망이다. **키움증권(BUY, TP 108,000원)** 은 최근 IB부문과 PI투자에 따른 트레이딩 부문으로 수익구조를 다변화 하며 과거대비 위탁매매수익의 비중을 점차 줄여나가고 있다. 수익구조 다변화와 자산운용과 저축은행 등 자회사의 수익안정화로 '18년 수익력 지속 가능할 전망이다.

금융정책변화와 증권업지수 상승시기 비교: 정책에 따른 증권업 대형화→대형사 중심의 주가상승



2018년 전망

Overweight

Top Picks

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(11월8일)
한국금융지주(071050)	BUY	84,000원	63,700원
키움증권(039490)	BUY	108,000원	71,900원

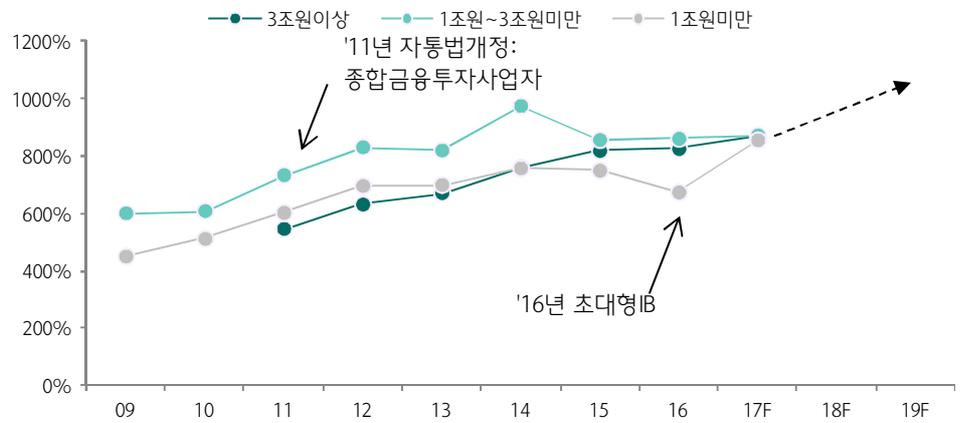


Analyst 임수연
02-3771-7090
Sy.lim@hanafn.com

Summary

'17F 대형사 FL 867%
 중형사 873%
 소형사 855%
 자본규모별 차이 미미
 그러나 대형사의 FL 증가세는
 중소형사 대비 빠름

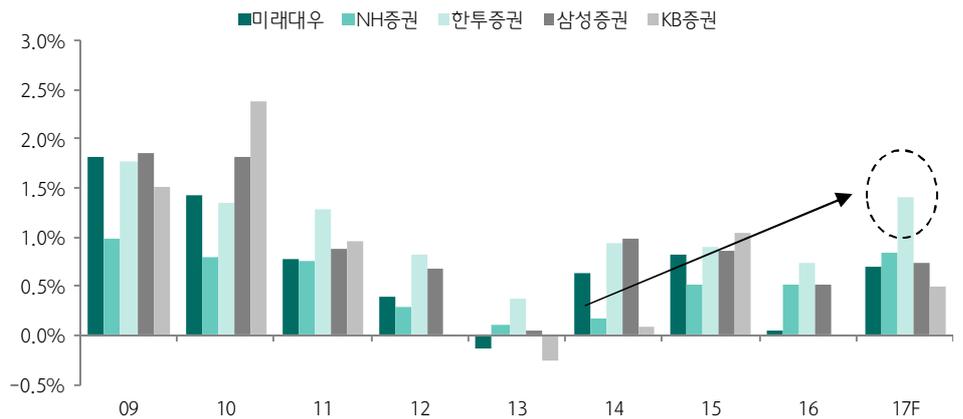
증권사 자본규모별 Financial Leverage 추이



자료: FBS, 하나금융투자

한국투자증권 빅 5 중 ROA 1.4%로
 가장 높은 운용자산 수익률로
 ROE 증가

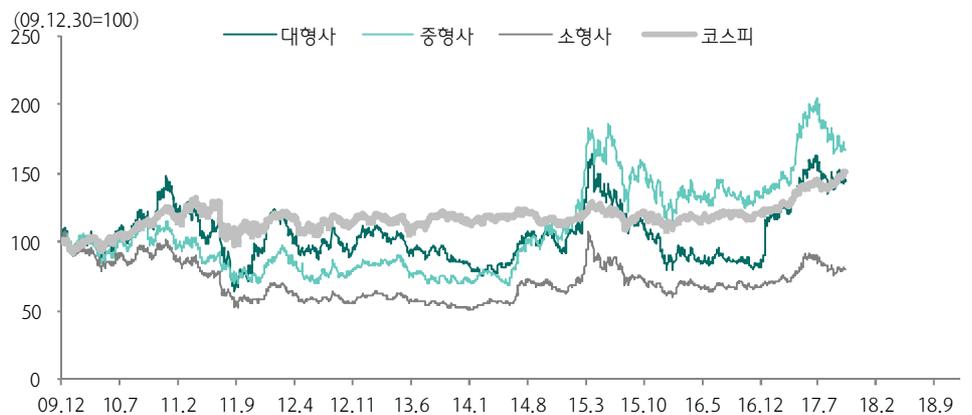
상위 빅 5 증권사 ROA 추이



자료: FBS, 하나금융투자

증권업의 양극화가 진행되며
 대형사의 주가는 KOSPI지수 흐름과
 비슷하거나 아웃퍼폼하는 모습
 반면, 소형사의 주가는 시장대비
 큰폭의 언더퍼폼

KOSPI지수와 증권사 자본규모별 주가흐름 비교



자료: Quantwise, 하나금융투자

Valuation Table

커버리지 증권사 밸류에이션 테이블

(단위: 원, %, 십억원, 배)

		미래에셋대우	NH투자증권	한국금융투자	삼성증권	키움증권
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가(원)		13,000	18,000	84,000	48,000	108,000
현재주가(11/8, 원)		10,100	14,000	63,700	36,000	71,900
상승여력(%)		28.7%	28.6%	31.9%	33.3%	50.2%
시가총액(십억원)		6,823	4,116	3,758	3,215	1,589
절대수익률(%)	1M	2.75%	2.94%	4.08%	4.20%	-0.69%
	3M	-0.49%	4.09%	-4.78%	-3.49%	-11.23%
	6M	9.31%	0.00%	18.18%	-4.76%	-11.78%
	1Y	29.82%	34.62%	52.03%	2.86%	5.12%
상대수익률(%)	1M	-3.85%	-3.65%	-2.51%	-2.40%	-7.29%
	3M	-8.67%	-4.09%	-12.96%	-11.66%	-19.41%
	6M	-2.35%	-11.65%	6.53%	-16.41%	-23.43%
	1Y	2.42%	7.21%	24.62%	-24.55%	-22.29%
P/E(배)	2016	308.39	12.23	9.04	13.91	8.83
	2017F	13.83	10.92	7.45	10.39	6.29
	2018F	12.63	10.00	7.26	9.88	5.87
P/B(배)	2016	0.74	0.63	0.74	0.64	1.27
	2017F	0.90	0.89	0.93	0.64	1.06
	2018F	0.89	0.86	0.84	0.56	0.98
ROE(%)	2016	0.78%	5.17%	8.64%	4.78%	15.26%
	2017F	6.87%	8.11%	14.53%	6.13%	16.88%
	2018F	6.96%	8.58%	13.17%	5.66%	16.70%
EPS Growth(%)	2016	-98.47%	10.26%	-16.56%	-36.65%	-5.13%
	2017F	3011.24%	62.41%	84.60%	51.96%	40.19%
	2018F	9.48%	9.18%	2.54%	5.15%	7.20%
EPS(원)	2016	23	789	4,634	2,280	8,155
	2017F	730	1,282	8,555	3,464	11,433
	2018F	800	1,399	8,772	3,642	12,256
BPS(원)	2016	9,789	15,335	56,532	49,329	56,473
	2017F	11,258	15,817	68,763	56,480	67,978
	2018F	11,381	16,332	75,805	64,320	73,722
DPS(원)	2016	50	400	800	650	850
	2017F	200	600	1,200	750	850
	2018F	200	600	1,200	750	850
배당수익률(%)	2016	0.69%	4.15%	1.91%	2.05%	1.18%
	2017F	1.98%	4.29%	1.88%	2.08%	1.18%
	2018F	1.98%	4.29%	1.88%	2.08%	1.18%

자료: 하나금융투자

1. GOODBYE 2017

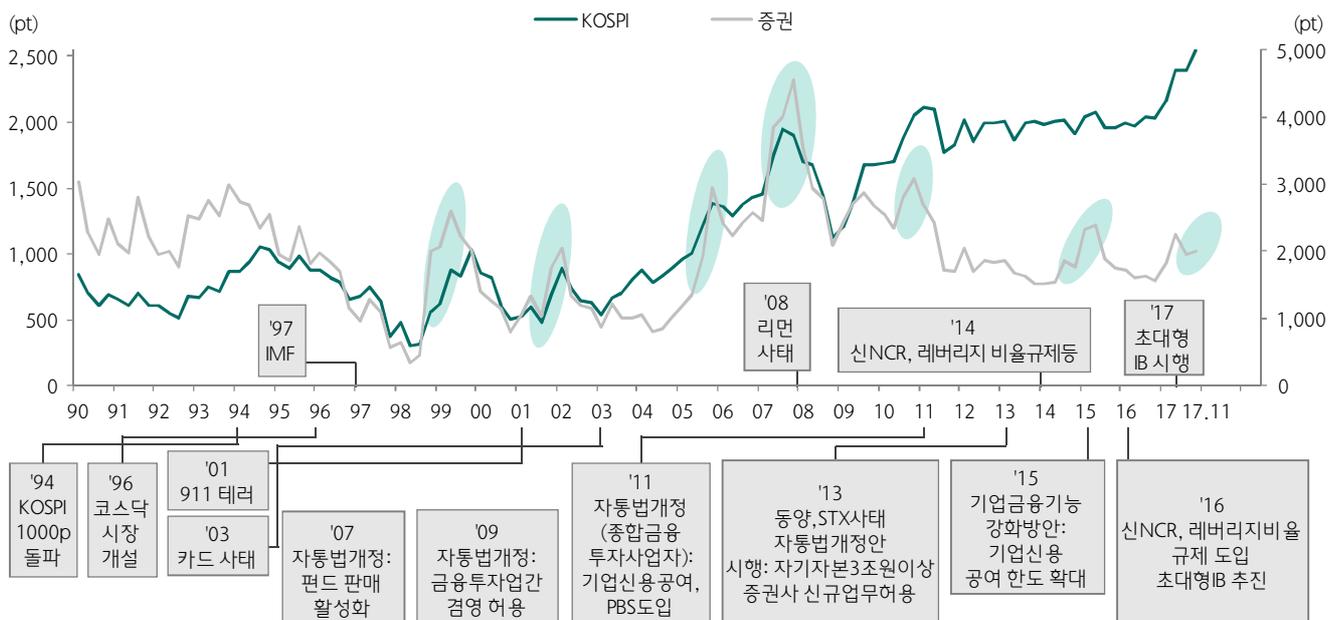
1) Review 2017: 반가운 증권업종 상승기

'17년 상반기는 시장호황과 정책 기대감에 더해지며 증권업종 상승기가 이어짐

증권업종의 주기는 일반적으로 1) 글로벌 및 국내 경제개선 기대감 2) KOSPI지수 증가 및 시장 호황으로 인한 거래대금 증가 3) 정부의 금융 규제 완화 혹은 새로운 정책 도입에 따른 증권 업황 개선 기대감이 주가에 선 반영이 된다. 기대감이 주가에 반영된 이후에는 4) 업황 대비 안정적이고 견고한 실적이 뒷받침 되는 증권사 위주로 업황 전체가 아닌 종목 개별적으로 움직이는 특징을 가지고 있다.

2017년 상반기는 우호적인 국내외 경제상황과 시장호황으로 KOSPI지수의 신고가 갱신이 이어졌고 이에 따른 증권업종 이익 증가에 대한 기대감이 주가에 반영되었었다. 특히, 올 해 시작 될 초대형IB에 대한 정책 기대감까지 주가에 선 반영되며 증권업지수는 시장대비 아웃 퍼폼하며 크게 증가하였다. 다만, 7월 고점 이후로 1) 급증했던 증권주에 대한 차익실현과, 2) 7월 이후 불거졌던 지정학적 리스크, 외국인 매도세 영향에 따른 KOSPI지수 둔화, 3) 하반기 증권업 실적악화 우려 등으로 증권주 전반적인 조정이 이어졌다. 이후 국내외 지수는 다시 안정을 찾으며 회복되었고 외국인의 매도세는 다시 매수세로 이어지며 KOSPI지수도 또다시 신고가를 경신하며 상승하고 있다. 그러나 증권업지수는 시장대비 회복의 속도가 더디다. 가장 큰 이유는 무료수수료이벤트 및 신용융자 이자율 인하 이슈로 인한 증권업 실적 악화 우려와 연초부터 기대를 받았던 초대형IB 정책의 지연으로 인한 추가적인 이익 모멘텀 부재가 이어지고 있기 때문이다.

그림 1. KOSPI지수와 증권업지수 상승 구간과 이슈



자료: 하나금융투자

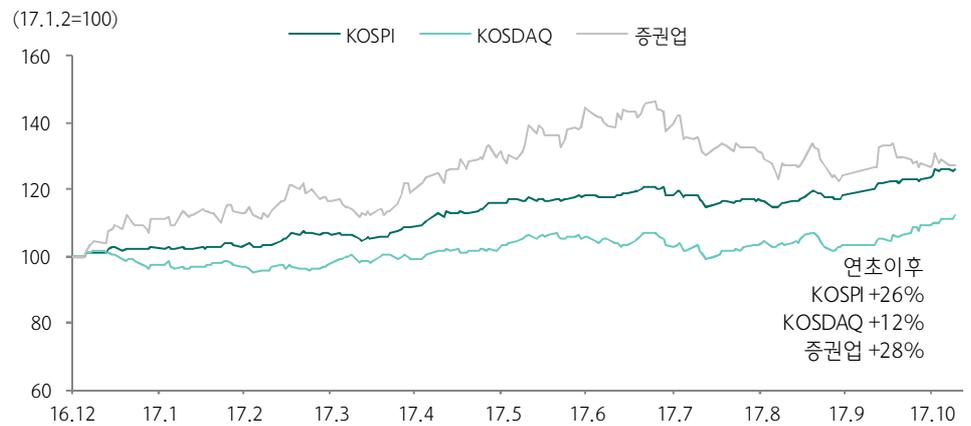
2) 증권업에 대두된 이슈는 과도한 우려일 뿐. 하반기 양호한 이익 시현 가능

증권업에 대두되었던 이익 감소에 대한 이슈들은 해소 국면에 접어들

무료수수료 이벤트와 신용융자 이자율 인하에 따른 증권사 이익의 감소 우려는 우려할 수준이 아닐 것으로 판단하며(디테일한 내용은 10/12일 발간된 산업자료 참고), 연기되던 초대형IB는 저번주(11/1) 증권선물위원회가 5개 증권사에 대한 초대형IB 지정 안건과 한국투자증권에 대한 단기금융업(발행어음) 인가안을 상정하며 우려가 일부 불식되었다. 하반기 증권사 이익 모멘텀은 변함이 없으며 3분기 실적은 예상보다 좋은 호실적 시현이 예상된다. 상반기 다소 부족했던 IPO 및 부동산 관련 이익이 추가되며 4분기 역시 안정적인 이익 시현이 가능할 것으로 전망한다. 결론적으로 증권업 전반적인 이익 감소 우려와 불안요소들은 해소 국면에 접어 든 것으로 판단하며 과도한 우려로 인한 시장대비 과했던 증권주 조정은 저점 매수 구간으로 추천한다.

17.10.13기준
KOSPI YTD +26%
KOSDAQ YTD +12%
증권업지수 YTD +28%

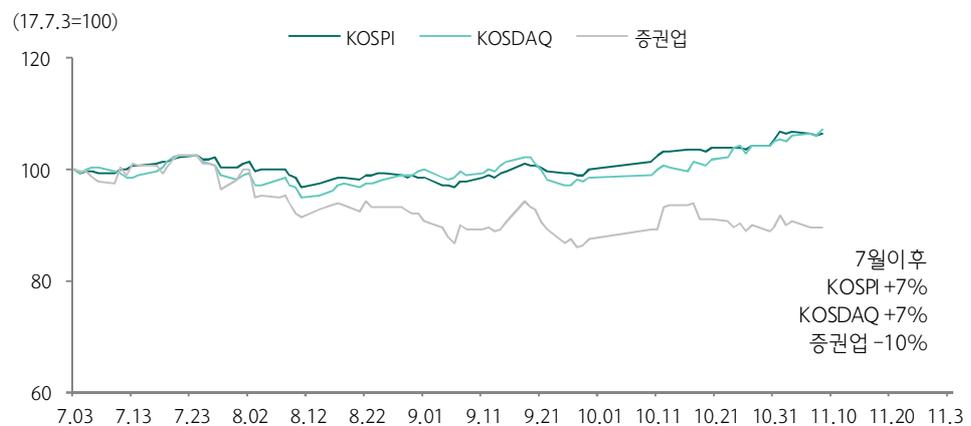
그림 2. 연초 이후 KOSPI, KOSDAQ, 증권업 수익률 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

7월 이후
KOSPI +7%
KOSDAQ +7%
증권업지수 -10%
지수는 점차 회복 되어가는 움직임이 보이는 반면 증권업지수는 여전히 시장지수 상승대비 둔화 되어있는 상황

그림 3. 연초 이후 KOSPI, KOSDAQ, 증권업 수익률 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

3) 증권사 수익구조의 변화: IB 와 Trading 이익 기여 증가

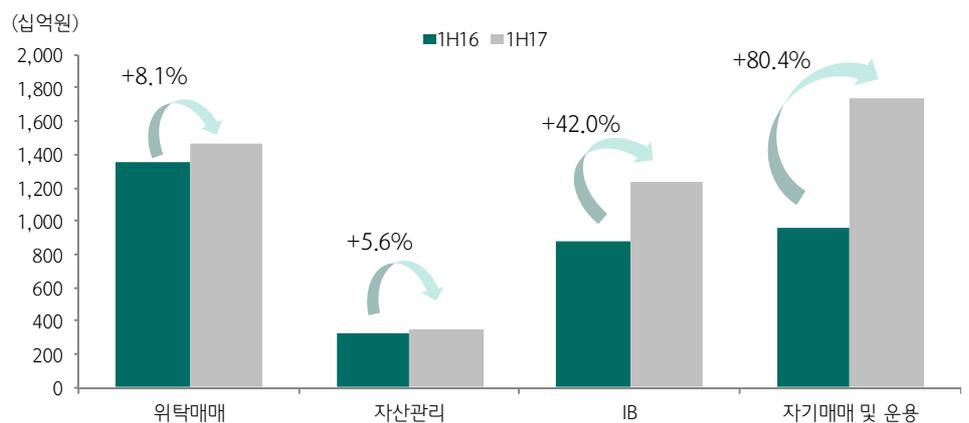
'17년 상반기는 IB부문으로는 수익구조 변화가 가시화 되었던 시기

증권사의 주 수익원은 수수료수익이며 특히 위탁매매수수료는 증권사의 가장 주된 수익원이 다. 과거 위탁매매수수료수익은 증권사 수익의 70%를 차지할 만큼 중요한 수익원 이었으며, 그렇기 때문에 국내외 경제상황과 주요 지수의 흐름, 국내 KOSPI 및 KOSDAQ 시장의 변동성은 가장 중요한 부분이었다. 그러나, 금융위기 이후 글로벌 경기 회복이 둔화되고 저성장기에 따른 기업들의 수익성 저하로 주식시장의 침체가 거래대금 감소로 이어졌고, 증권사 간 경쟁심화로 인한 수수료율은 무료로 가까운 최저수준까지 하락하였다. 이러한 환경 속에서 증권사들의 새로운 신규 수익원 확보 및 사업 포트폴리오 다변화를 위한 노력이 이어졌으며, 금융당국 역시 증권업종의 수익 다변화를 위해 규제 완화 및 도입이 이어졌다. 사업 포트폴리오 다변화의 목소리가 나오기 시작하며 정부와 증권업계는 특히 기업금융, IB쪽으로서의 확대를 위해 노력하였는데, 2017년 상반기는 이러한 정부와 증권업계의 노력이 좀 더 구체적으로 가시화 되는 기간이었다고 판단한다.

상반기 증권업은 전반적인 호실적이 이어졌는데 특히 IB부문과 Trading부문의 실적이 강하게 두드러졌다. 증권사의 IB부문 수익은 1H16 8,733억원에서 1H17 1조 2,397억원으로 42% 증가하였다. 전통적 IB 수익원인 ECM, DCM 에서의 수익과 PF 및 구조화 금융 등 부동산 관련한 이익이 주된 역할을 했다. 상반기 시장 호황에 따른 주식운용에서의 이익도 두드러졌다. Trading 부문의 수익은 1H16 9,649억원에서 1H17 1조 7,410억원으로 80.4%가 증가하였다. 과거보다 안정적인 운용스킬로 채권금리의 변동성 속에서도 채권운용도 안정적으로 이익에 기여를 하였으며, 특히 '15년 이후 주식시장 침체로 부진했던 ELS 부문도 활기를 띠며 조기상환이 크게 이루어졌다. ELS 조기상환에 따른 이익은 상반기 증권사 트레이딩 부분의 이익기여에 큰 역할을 하였다.

그림 4. '16년 상반기 대비 '17년 상반기 부문별 증가 비교

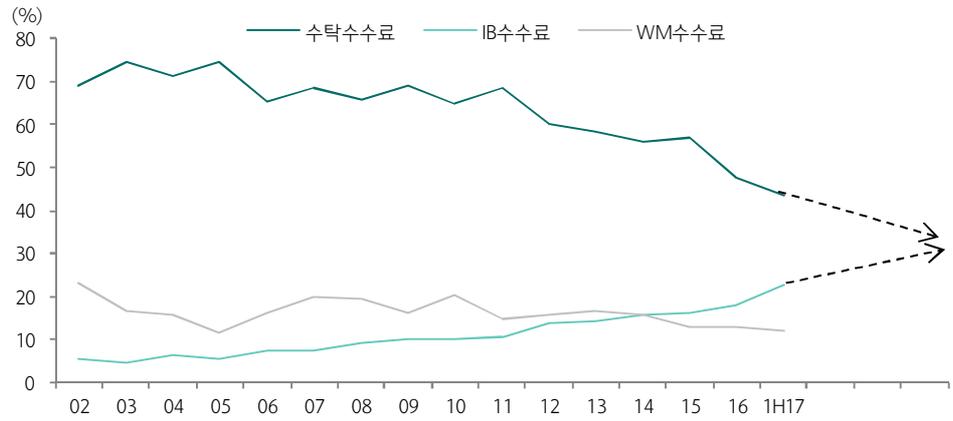
IB부문 및 트레이딩부문의 이익 증가가 눈에 띄게 증가



주: 위탁매매 : 위탁수수료 및 신용공여이자 등 투자중개부문 관련 영업순수익
 자산관리 : 펀드판매수수료, 자산관리수수료, 신탁보수 등 자산관리부문 관련 영업순수익
 IB : 인수및주선수수료, 매수및합병수수료, 기타 수수료, IB 관련 이자이익, 대출채권 관련 손익 등 IB 관련 영업순수익
 자기매매 및 운용 : 채권 관련 이자이익, 주식 처분/평가세당, 채권 처분/평가, 파생상품/파생결합증권 관련 손익, 외환손익 등
 자료: 한신평, 하나금융투자

수탁수수료비중은 70%수준에서
최근 40%초반까지 감소

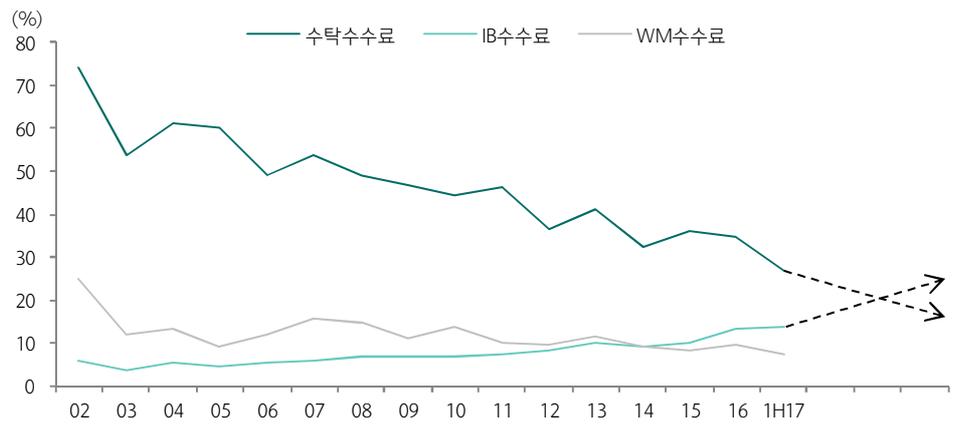
그림 5. 수수료수익내 각 수수료수익 비중 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

순영업수익 내 수탁수수료수익
비중은 상반기 기준 26%.
IB수수료수익 비중은 14%.

그림 6. 순영업수익내 각 수수료수익 비중 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

위탁매매수수료율
1.1bp 최저수준으로 하락

표 1. 수수료율 변화 히스토리

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

표 2. 주요 증권사 주식거래 무료수수료 이벤트 내용

회사	기간	이벤트 내용
미래에셋대우	2025년까지	7월~10월말까지 다이렉트플러스 계좌개설 신규고객 또는 1년 이상 휴먼 고객 중 잔고 10만원 이하 고객 대상
NH증권	평생	8월말~10월말까지 나무 비대면 계좌개설 고객 중 당사 최초 고객 평생 주식거래 수수료 무료
한투증권	5년	위탁계좌 신규고객 5년간 무료 수수료 제공
삼성증권	3년	올해 말까지 비대면 계좌 개설 신규고객 및 2016년 1월 기준 휴먼고객 모바일 주식 수수료 3년 면제
KB증권	10년	비대면 계좌 개설 고객 기존 수수료면제 기간 3년에서 10년으로 연장
메리츠증권	3년	비대면 계좌 신규 개설 고객 또는 휴먼고객 대상
신한금융투자	2030년까지	모바일 계좌개설 완료 신규고객 또는 휴먼고객 국내주식 수수료 2030년까지 무료
하나금융투자	1년	하나은행 증권계좌계좌 신규개설 온라인 주식거래 수수료 1년간 무료
키움증권	6개월	9월29일까지 비대면 계좌 6개월 무료. 비대면외 계좌 3개월 무료

자료: 각사, 하나금융투자

4) 우호적인 2017년의 운용환경 2018년까지 지속될 예정

'18년까지 지속될 우호적인 시장환경 및 증권사 IB부문의 안정적 실적시현

2017년은 우호적인 시장 운용 환경, IB부문으로의 수익구조 변화하며 안정적인 이익 시현, 새로운 정책에 대한 기대감이 더해지며 삼박자가 고루 갖춰진 안정적인 한 해였다.

하반기까지 증권업은 1) IPO 및 부동산 딜 이익 추가에 따른 안정적인 IB부문의 이익시현, 2) 신고가 경신이 이어지는 KOSPI지수 대비 언더포퓰 하던 KOSDAQ지수의 상승국면, 3) 4분기 들어 현재까지 10조원이 넘는 안정적인 일평균 거래대금의 영향으로 안정적인 이익시현이 가능할 것으로 전망한다. 2018년은 '17년의 연장선으로 우호적인 시장환경과 증권사 IB부문의 실적이 KEY 가 될 것으로 전망한다.

그림 7. 일평균 거래대금 추이

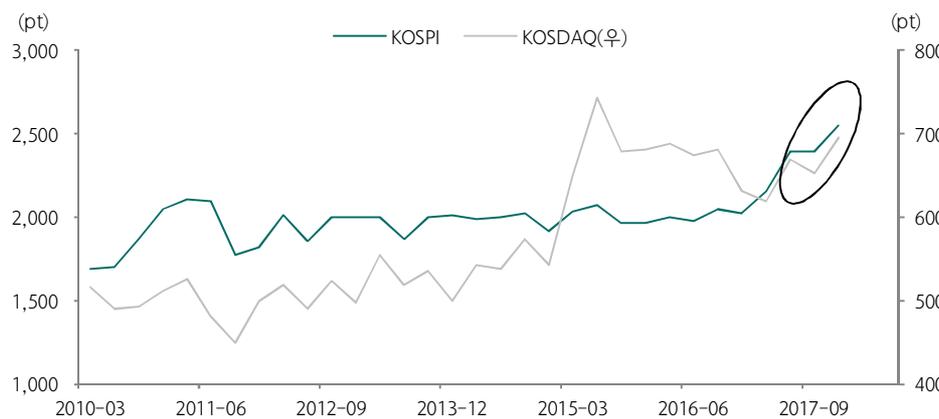
3분기 일평균 거래대금 8.2조원
'10년 이후 일평균 거래대금 평균은 7.5조원으로 양호한 흐름 유지.
10월 이후 일평균 거래대금은 평균 10.2조원 기록 중.



자료: 한국예탁결제원, 하나금융투자

그림 8. KOSPI, KOSDAQ 추이

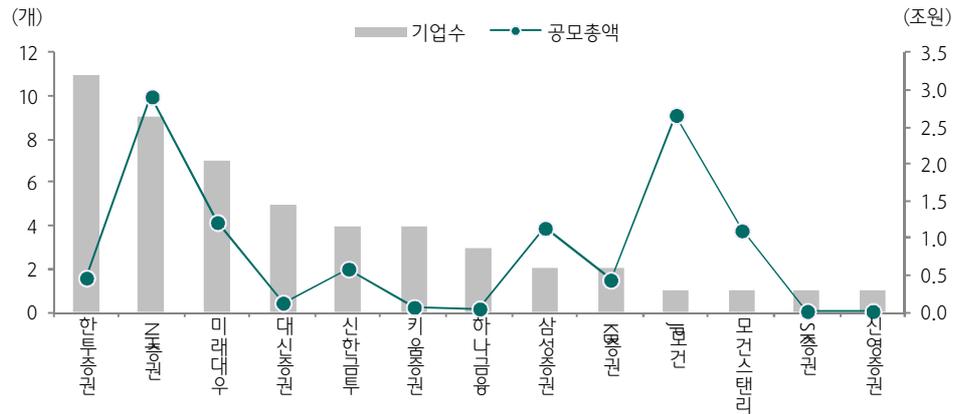
KOSPI 신고가 경신
KOSDAQ 상승국면



자료: Quantwise, 하나금융투자

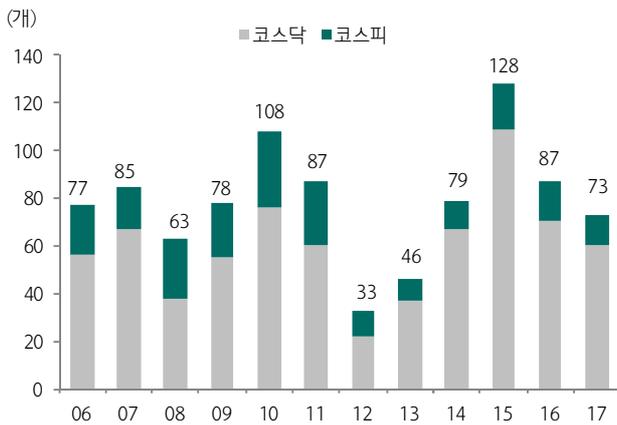
그림 9. 회사별 IPO 기업 개수 및 공모총액

한국투자증권은 11개로
'17년 가장 많은 IPO 진행
공모총액으로는 NH증권이
2.9조원으로 가장 많은 공모규모
진행



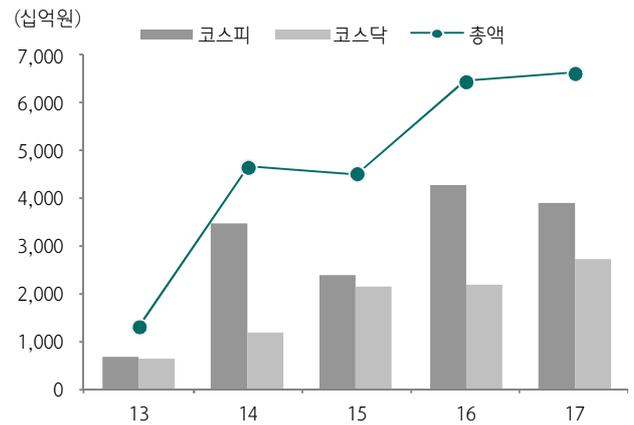
주: 2017년 IPO
자료: KIND, 하나금융투자

그림 10. IPO기업 수 추이



자료: KIND, 하나금융투자

그림 11. IPO 공모금액 추이



자료: KIND, 하나금융투자

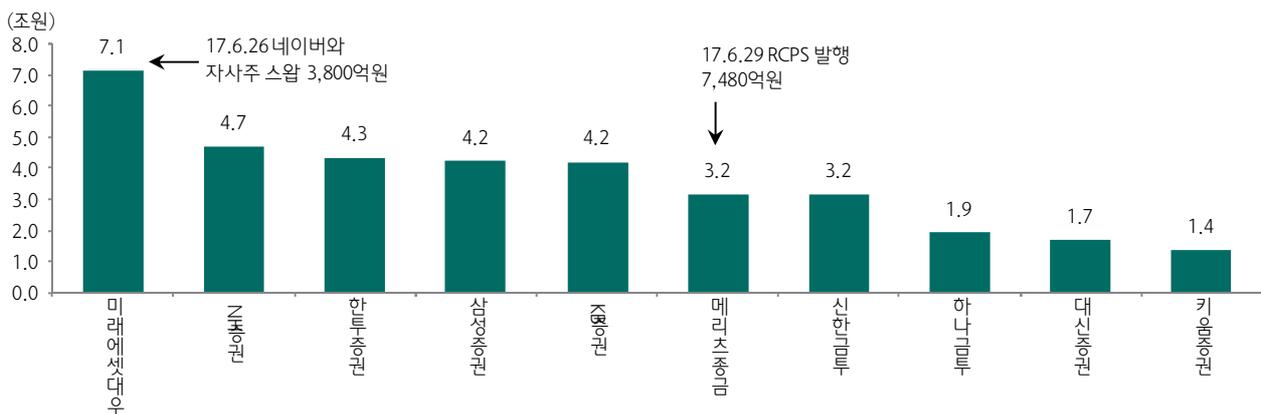
2. HELLO 2018

1) 대형사에 유리한 정부의 규제 완화 및 도입

대형사에 유리한 정부 규제 완화 및 도입으로 '18년은 자본규모가 큰 증권사의 운용환경이 유리할 전망이다

2018년은 커진 자본력 활용에 따라 증권사별 차별화가 이루어질 것으로 판단한다. 대형사에 유리한 정부의 규제 완화 및 도입이 이어지고 있기 때문이다. 1) '13년 자통법 개정을 통한 종합금융투자사업자 제도, 2) '16년 신NCR 제도 및 레버리지비율 규제, 3) '17년 초대형IB 제도 등 최근 수년간의 정부 규제는 대형 증권사에 대한 사업기회 확대와 규제 완화로 좀 더 폭 넓은 사업포트폴리오 구성을 가능하게 했다. 자기자본 3조원(종합금융투자사업자), 4조원(발행어음) 이상 증권사에 한해 신규 업무를 허용해 주었기 때문에 증권사들은 유상증자와 M&A를 통해 자본규모를 늘리며 신규사업 자격 조건을 만족하였으며, 점차 증권업의 대형화가 진행되고 있다.

그림 12. 증권사 자기자본 현황



자료: 각사, 하나금융투자

표 3. 증권사 자본증자 히스토리 정리

2011년				
	시행시기	조달방식	조달규모	증자후 자본
삼성	2011.11	유증	4,080억원	3.2조원
대우	2011.1	유증	1조 1,242억원	3.87조원
우투	2011.11	유증	6,360억원	3.4조원
한투	2011.1	유증	7,300억원	3.08조원
현대	2011.12	유증	5,662억원	3.01조원

2016-17년				
	시행시기	조달방식	조달규모	증자후 자본
미래대우	2017.06	지분스왑	3,800억원	7.08조원
메리츠종금	2017.06	유증(RCPS)	7,480억원	3.1조원
삼성	2017.03	유증	3,388억원	4.1조원
한투	2016.12	유증	1조 6,920억원	4.03조원
메리츠종금	2017.04	메리츠캐피탈 100%인수	3,826억원	2.2조원
신한금투	2016.08	유증	5,000억원	3.04조원

자료: Quantwise, 하나금융투자

표 4. 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	메리츠종금증권 - 아이엠투자증권	합병
2016	미래에셋증권 - 대우증권	합병
2016	KB투자증권 - 현대증권	합병

자료: 각사, 하나금융투자

2) 신NCR 제도: 규제완화로 대형사의 잉여투자여력 11조원

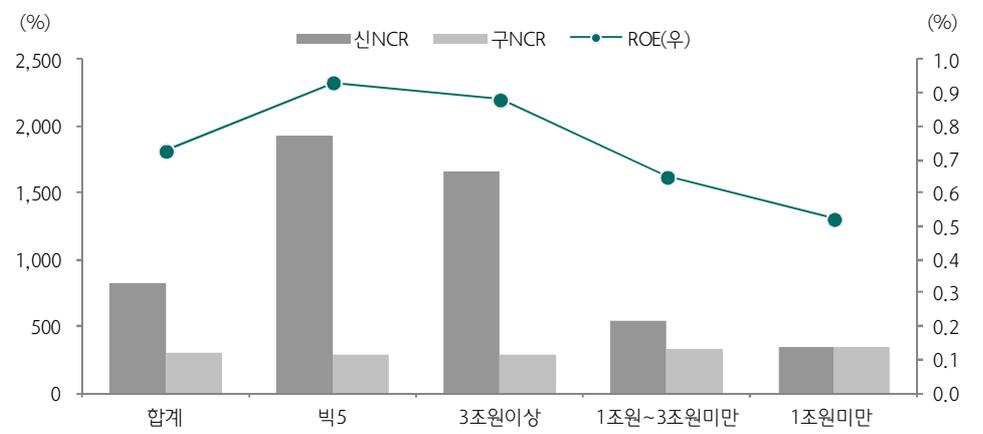
신NCR 적기시정조치 기준비율 대비 2배인 200% 가정 시 빅 5 증권사의 잉여투자여력은 약 11조원. 중소형사 3조원, 2,3조원 대비 큰 규모

2017년까지 정부 정책을 보면 대형사에 우호적인 규제 완화 및 도입이 이어졌다. 신NCR 제도, 레버리지 비율 규제, 초대형IB 가 대표적이다.

신NCR 제도로 대형사의 잉여자본여력은 중소형사에 비해 큰 규모로 확대되었다. 신NCR 적기시정조치 기준비율 100% 대비 2배인 200% 준수 가정 시 빅5의 잉여투자여력은 약 11조원이다. 자기자본 1조원 이상 3조원 미만의 중형사의 경우 잉여투자여력은 약 2.3조원이며, 1조원미만의 소형사는 1.6조원 이다. **대형사의 잉여투자여력은 신NCR 제도 적용으로 중소형사 대비 훨씬 확대 되었다.**

증권업 전체 NCR 828%
3조원이상 신NCR 1,659%
1조원~3조원미만 신NCR 543%
1조원미만 신NCR 342%

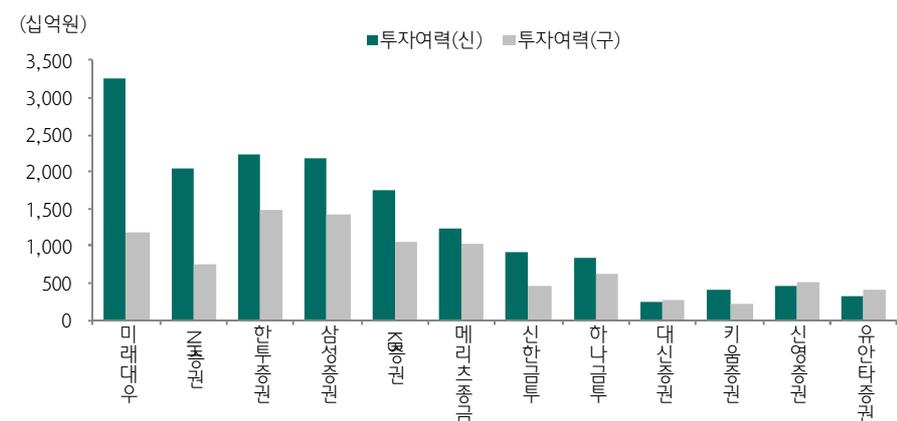
그림 13. 증권사 규모별 신NCR과 구NCR 비교 및 잉여투자여력으로 2%수익 적용시 ROE증가 비교



자료: FBS, 하나금융투자

그림 14. 신NCR vs. 구NCR 적용시 잉여투자여력 비교

자본규모가 큰 증권사일수록 신NCR 적용시 잉여투자여력이 커짐



자료: FBS, 하나금융투자

표 5. 17.06월말 기준 증권사 신NCR vs. 구NCR 비교

(단위:%)

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

	신NCR	구NCR
미래대우	2,626	250
NH증권	1,758	249
한투증권	1,869	345
삼성증권	1,874	343
KB증권	1,496	311
메리츠증권	1,120	410
신한금투	878	264
하나금투	828	325
대신증권	374	315
키움증권	526	252
신영증권	536	427
유안타증권	450	392
한화투자증권	366	280
교보증권	365	394
현대차증권	400	346
하이투자증권	377	311
유진투자증권	285	305
동부증권	325	375
부국증권	543	407
KTB증권	551	358
SK증권	259	369
BNK증권	358	675
케이프증권	144	246
골든브릿지증권	238	433
리딩투자증권	237	579
증권업전체	828	305
빅5	1,926	286
3조원이상	1,659	291
1조원~3조원미만	543	326
1조원미만	342	346

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

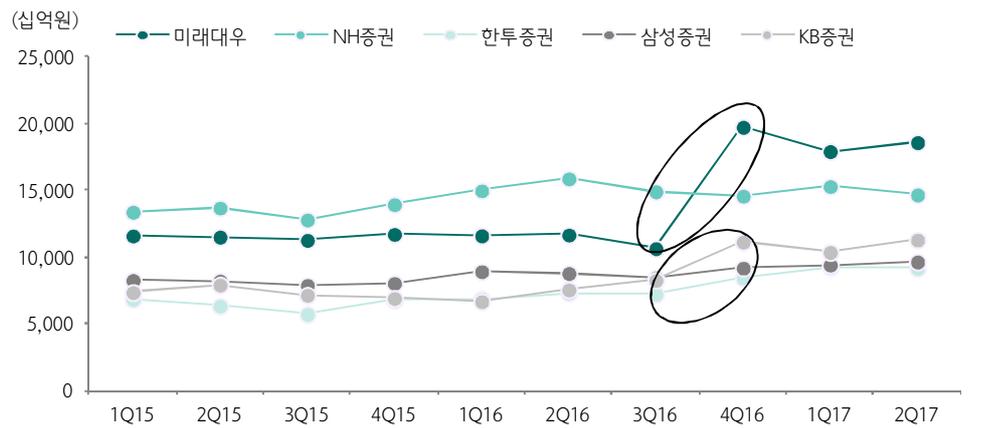
3) 레버리지비율 규제: 빅5 증권사 약 6조원 추가 파생결합증권 발행 가능

레버리지비율 규제 비율 1100% 적용시 증권업 전체 부채는 약 357조원 12조원의 여유 룬 가능
빅 5 증권사의 추가 여력은 약 6조원

금융회사의 과도한 자산확대를 막기 위해 자기자본 대비 총자산을 일정비율로 제한하는 규제이다. 충분한 자본력을 가진 대형사와 자본이 적어 파생결합증권 발행규모가 미미한 소형 증권사는 레버리지비율 규제에 따른 영향은 제한적이나, 중형 증권사에게는 영향이 끼칠 것으로 판단한다. 레버리지비율 규제 제한비율인 1100%를 적용하면 증권업 전체 부채는 약 357조원으로 12조원까지 차입부채 여유 룬이 생긴다. 즉, 12조원의 ELS, DLS 등 파생결합증권 발행이 가능한 것이다. 빅5 증권사의 추가 여력은 약 6조원이며 개별 증권사로는 자본 규모가 가장 큰 미래에셋대우가 1.7조원으로 여유 룬이 가장 크다. **레버리지비율 규제는 대형사에게 좀 더 유리하게 적용된다.** 증권업계 전반적으로 레버리지비율 규제 완화 목소리가 나오고 있고, 10월 황영기 금투협 회장이 발표한 증권사 발전 30대 핵심과제 중 증권사 레버리지비율 규제 완화가 포함된 만큼 향후 추가적인 규제완화를 기대해 볼 수 있는 점도 긍정적이다.

그림 15. 증권사별 매도파생결합증권 규모 추이

실제로 증권사들의 합병 혹은 유증으로 자본의 크기가 증가한 후 매도파생결합증권의 규모가 커짐



자료: FBS, 하나금융투자

표 6. 증권사 금융상품 추가 발행 가능여력 계산

(단위 : 조원)

	증권사 전체	빅5 증권사	미래	NH	한투	삼성
17년6월말 자산총계	392.16	207.57	60.02	43.52	35.90	33.85
17년6월말 부채총계	343.74	182.95	52.87	38.83	31.56	29.62
17년6월말 자본총계	48.41	24.63	7.15	4.69	4.34	4.22
17년6월말 레버리지 비율	810.0%	842.9%	839.5%	927.4%	826.3%	801.4%
기준 1100% 적용시						
부채총계	356.50	188.70	54.57	39.56	32.64	30.77
여유 부채 금액	12.76	5.76	1.69	0.74	1.08	1.15

자료: FBS, 하나금융투자

4) 초대형IB: 발행어음을 통해 최대 1,120억원 신규수익 창출 가능

최대 200% 발행가정시
5개사 평균 1,120억원 신규수익원 창출 가능. ROE +2.3%p

초대형IB 신규 정책의 핵심은 자기자본 4조원 이상 증권사에 한해 단기금융업(발행어음)을 허용하는 것이다. 발행어음이 기대되는 이유는 기존 증권사 수익원에 없던 신규 수익원을 허용해 주었기 때문이다. 자기자본 200%까지 발행이 가능하며, 조달자금의 50%는 기업금융에 투자, 부동산 투자상한 30% 제한이 기존 증권사에서의 발행어음과의 큰 차이점이다. 신규수익원인 **발행어음을 통한 증권사 추가 수익 규모는 평균 최대 1,120억원까지 가능하며, ROE 2.3%p 증가 가능한 규모이다.** 발행어음 시행 첫해 현실적인 발행규모(자기자본의 50%)로 수익을 추정해 보면 5개사 평균 290억원으로 추산하며 이는 ROE 0.57%p 증가시킬 것으로 예상된다.

표 7. 발행어음 최대치로 발행시 신규수익 추정

(단위: 십억원)

	미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	비고
자기자본	7,150	4,692	4,223	4,345	4,216	
발행가능금액	14,300	9,385	8,446	8,690	8,432	* 자기자본의 2배까지 가능
발행어음평잔	14,300	9,385	8,446	8,690	8,432	* 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	162.6	106.7	96.0	98.8	95.9	* 5개사 평균 1,120억원
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	216.8	142.3	128.0	131.7	127.8	* 5개사 평균 1,493억원
ROE	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	* ROE 3.0%p 증가 기대

주: 법인세율 24.2%
자료: 하나금융투자

표 8. 발행어음으로 신규 창출 가능 예상 수익- 시행 첫해

(단위: 십억원)

		미래에셋대우	NH투자증권	삼성증권	한국투자증권	KB증권	비고
	자기자본	7,150	4,692	4,223	4,345	4,216	
	발행가능금액	14,300	9,385	8,446	8,690	8,432	* 자기자본의 2배까지 가능
	발행어음평잔	3,575	2,346	2,112	2,172	2,108	* 현재 자기자본의 50% 발행 가정
	조달금리(%)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	
신규 창출 가능 손익	마진가정						
	100bp	27.1	17.8	16.0	16.5	16.0	
	150bp	40.6	26.7	24.0	24.7	24.0	* 5개사 평균 290억원
	200bp	54.2	35.6	32.0	32.9	32.0	
	250bp	67.7	44.5	40.0	41.2	39.9	
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

3. 2018년 증권업 투자 전략

1) 자본활용이 우수한 증권사에 집중

증권업 자본확충에 따른 ROE 감소로
증권업 밸류에이션 부담.

올 초 증권업지수가 급증하며 증권업 PBR 은 1배 가까이 늘어났다. '16년 기준 증권업 ROE는 5%가 안되었기 때문에 밸류에이션 측면에서는 다소 부담으로 다가왔다. '11년 자기자본 3조원 이상 증권사에 한해 기업신용공여, PBS 등 신규사업이 허용되는 종합금융투자사업자 지정과 '16년 자기자본 4조원 이상 증권사에 한해 발행어음 등 신규업무를 부여하는 초대형IB 조건에 충족하기 위해 M&A와 유증을 통한 증권사들의 자본 확충이 이어져왔다. 이러한 자본확충은 추가적인 수익이 없는 상황에서 오히려 증권사 밸류에이션에 더욱 부담으로만 다가왔다. 여전히 늘어난 자본대비 낮은 ROE로 증권업종에 대한 우려의 목소리가 이어지고 있는 상황 속에서 증권사들의 자본활용에 대한 분석을 하고자 한다. 증권사별로 자본활용을 분석하기 위해 단순 '순익/자본'을 통한 ROE 비교가 아닌 좀 더 세부적으로 DuPont ROE 를 이용해 자본활용을 분석하였다.

$$ROE=ROA \times FL(\text{financial leverage})=(\text{순익}/\text{자산}) \times (\text{자산}/\text{자본})$$

대형 증권사 중 한국투자증권의 ROA
는 가장 높은 1.4%. FL 826.3%.
늘어난 자본을 활용하며 늘어난 운용
자산에 얻은 이익률이 가장 큼

2017F 기준으로 자본의 크기 별로 나누어 ROE를 비교하면 자기자본 3조원이상 대형 증권사의 '17년 예상 ROE 는 7.47%, 1조원 이상 3조원 미만의 중형 증권사는 7.49%, 1조원 미만 소형 증권사는 6.49%로 자본크기에 상관없이 대체로 비슷한 ROE가 추정되었다. ROA 와 FL 역시 자본력에 따른 큰 차이가 보이지 않았다. 그러나 현재 기준이 아닌 시계열을 좀 더 길게 하여 흐름을 분석하면 대형사의 자본활용이 중소형사에 비해 잘 이루어지고 있다는 점을 알 수 있다. 높은 재무레버리지 비율은 단순하게 부채의 증가로 보고 네거티브 시그널로 해석할 수 있으나, 금융사 특히 증권사에게는 RP, ELS, DLS 등의 파생결합증권 발행이나 투자자예수금 등 확대에 의한 운용자산 증가로 해석이 가능하다. 즉, 자본확충 이후 FL의 급격한 증가는 커진 자본 활용을 통한 운용자산 확보로 해석할 수 있다. 확보된 운용자산의 이익률은 ROA와의 비교를 통해 확인 할 수 있다. 커버리지 대형사 개별적으로 비교해보면, 한국투자증권은 FL 비율 826.3% 로 증권업 평균적인 FL 비율을 유지하고 있지만, ROA 는 1.4%로 타 대형사와 비교했을 때 높은 편이다. 타사대비 자본활용에 따른 양호한 자산운용수익을 내고 있다고 추정 가능하다.

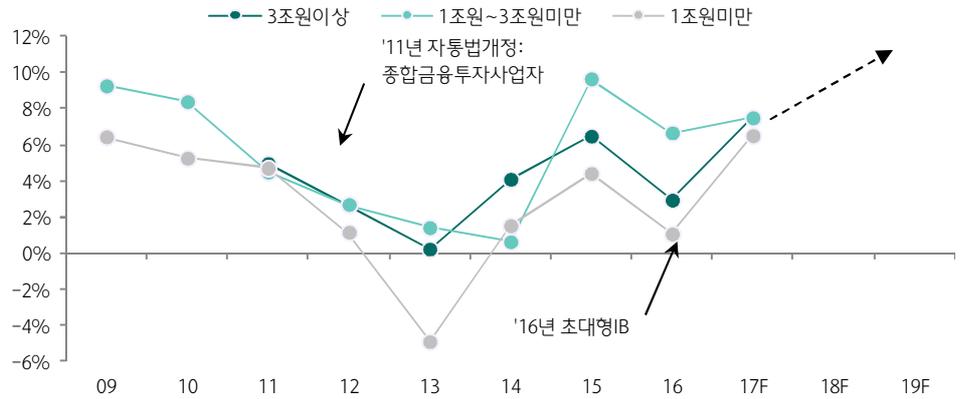
*증권사별 ROE, ROA, FL 추이 리포트 맨뒤 주석자료 참고

그림 16. 증권사 자본규모별 ROE 추이

'17F 대형사 ROE 7.5% 추정

중형사 7.5%

소형사 6.5%



자료: FISIS, 하나금융투자

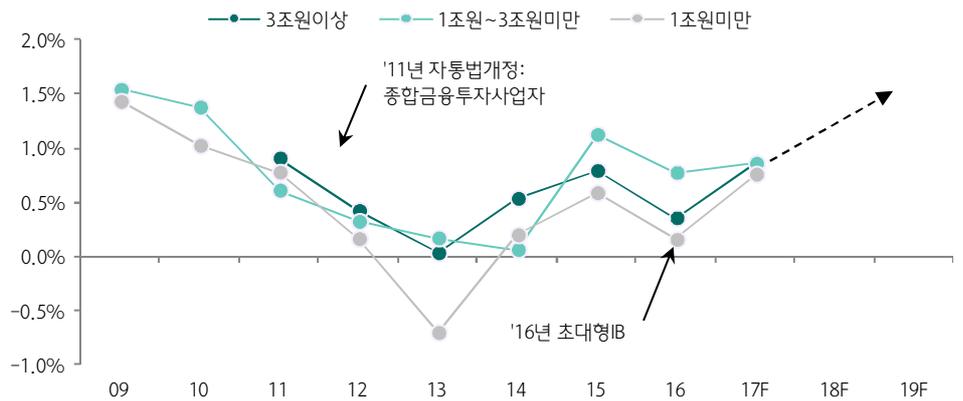
그림 17. 증권사 자본규모별 ROA 추이

'17F 대형사 ROA 0.9% 추정

중형사 0.9%

소형사 0.8%

자본규모별 차이 미미



자료: FISIS, 하나금융투자

그림 18. 증권사 자본규모별 Financial Leverage 추이

'17F 대형사 FL 867%

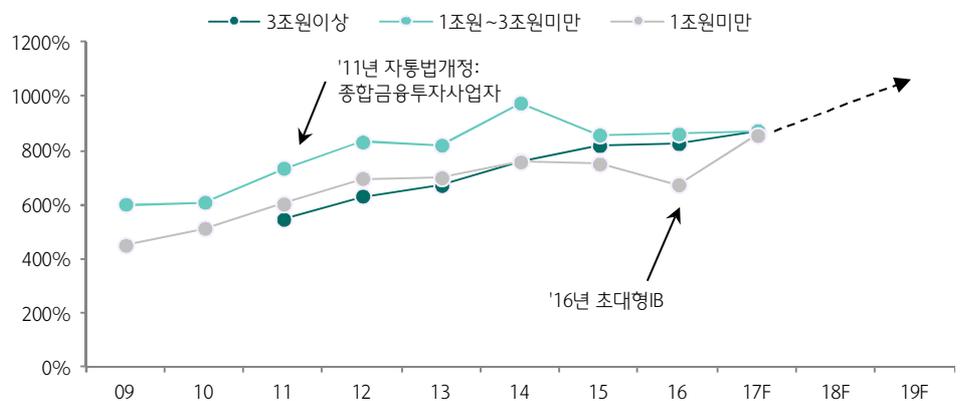
중형사 873%

소형사 855%

자본규모별 차이 미미

그러나 대형사의 FL 증가세는

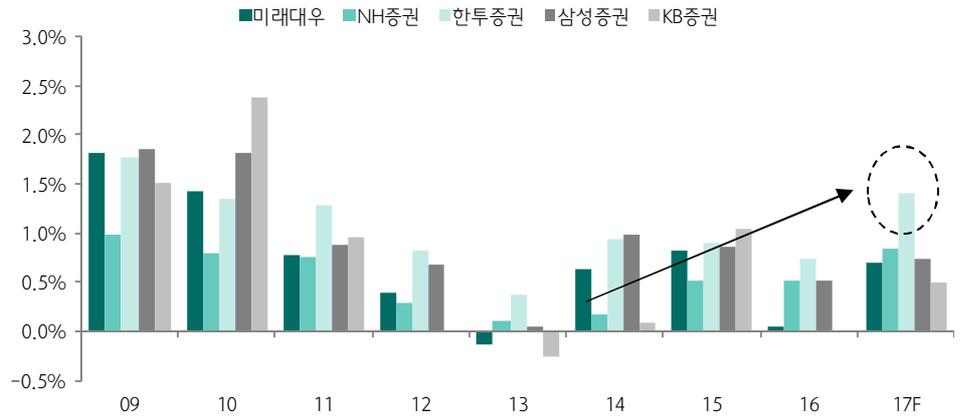
중소형사 대비 빠름



자료: FISIS, 하나금융투자

한국투자증권 빅 5 중 ROA 1.4%로
가장 높은 운용자산 수익률로 ROE
증가

그림 19. 상위 빅 5 증권사 ROA 추이

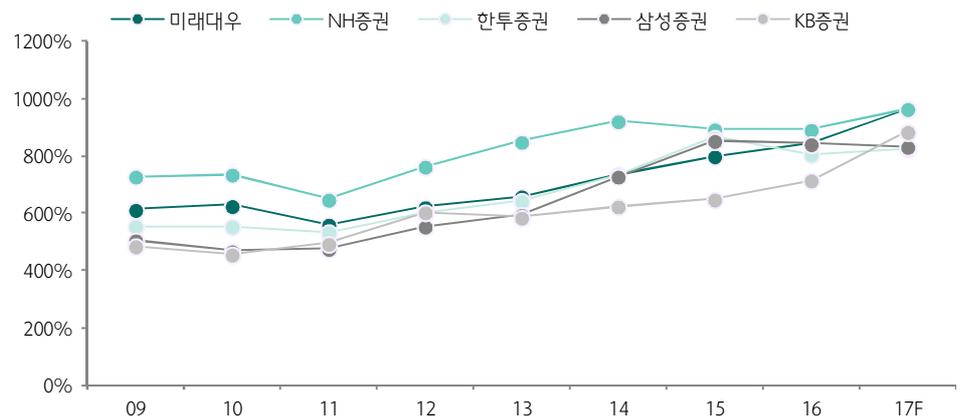


자료: FISIS, 하나금융투자

'17F 빅 5의 재무레버리지 비율

- 미래대우 962%
- NH증권 966%
- 한투증권 826%
- 삼성증권 833%
- KB증권 885%

그림 20. 상위 빅 5 증권사 Financial Leverage 추이



자료: FISIS, 하나금융투자

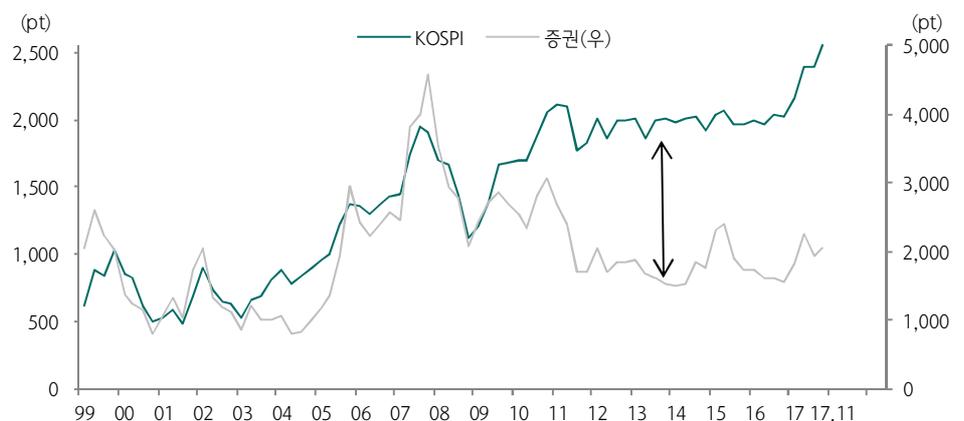
양극화 되어가는 증권업중
대형사의 주가흐름은 시장 흐름과 비
슷하며 아웃퍼폼
소형사의 주가흐름은 시장대비
큰폭으로 언더퍼폼

2) 대형 증권사와 수익구조 특화된 증권사의 주가는 시장대비 아웃퍼폼

KOSPI지수와 증권업지수는 비슷한 흐름을 보여왔다. 위탁매매수수료, 트레이딩 운용손익 등 증권사 수익구조에는 여전히 시장의 변동성은 중요한 요소이기 때문이다. 그러나 2010년부터는 그 흐름의 간격이 벌어지고 있다. 다시 말해 증권시장의 상승만큼 증권업지수는 상승하지 못한다는 것이다. 특히 2017년 상반기는 증권사들의 호실적이 이어지며 증권업지수는 연초대비 50%가까이 상승 했었음에도 불구하고 여전히 KOSPI지수와 괴리가 크다. 그 이유는 증권업의 대형화가 이어지며 증권사의 양극화가 이루어졌기 때문이다. 위탁매매수수료수익의 한계는 시장의 변동성 때문이 아닌 구조적인 문제로 변화하며 증권사들의 새로운 수익원 발굴은 중요한 이슈였다. 이에 금융당국의 증권사 수익구조를 IB 즉, 기업금융 강화를 위한 규제 완화와 도입이 이어졌다. 앞에서 살펴본 바와 같이 대형사에 유리한 정책이 이어지며 증권사들은 자본확충을 통해 신규 사업을 진행해왔다. 2010년 이후 증권사 자본크기에 따라 대형사(미래대우, NH증권, 한투증권, 삼성증권, KB증권), 중형사(대신, 유안타, 키움, 메리츠) 소형사(자본 1조원 미만 모든 증권사)로 나누어 주가흐름을 분석해 보았다. <그림 21> 에서 '10년 이후 KOSPI대비 크게 언더퍼폼 하는 것처럼 보였던 증권업종이 <그림 22> 에서 보는 것처럼 자본크기별로 나뉘서 비교하면 대형사의 주가 흐름은 KOSPI와 같은 흐름 혹은 오히려 아웃퍼폼하는 모습이다. 대형사 중심의 산업환경으로 대형 증권사의 주가 흐름이 두드러졌으며 키움증권, 메리츠증권, 삼성증권을 포함한 중형사의 주가 흐름은 대형사 보다도 아웃퍼폼 하는 모습이다. 이는 대형화 되어가는 증권산업 속에서 특화된 수익구조를 가진 증권사에 대한 프리미엄이 적용되었기 때문이다.

2018년은 양극화 되어 가는 증권업종 내에서의 투자전략은 늘어난 자본으로 뛰어난 자본활용으로 높은 수익률이 예상되는 대형 증권사(한국금융지주) 혹은 중소형 증권사 중 특화된 수익구조(키움증권)를 가진 증권사 중심으로의 투자가 바람직하다 판단한다.

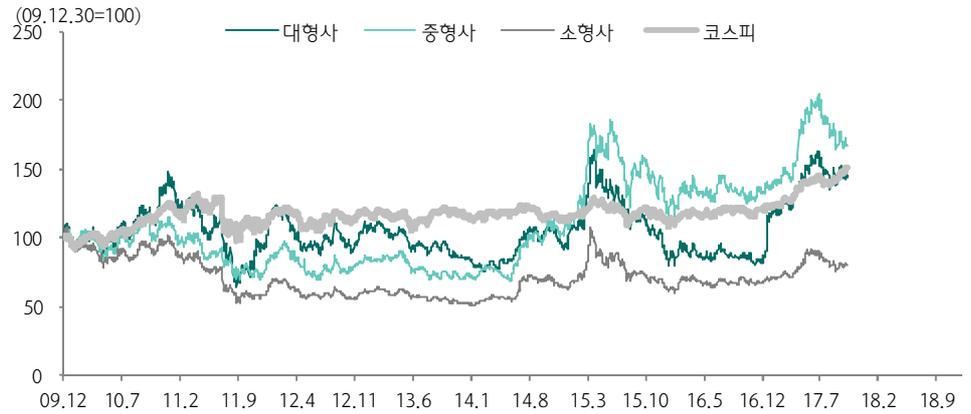
그림 21. KOSPI지수와 증권업지수 흐름



자료: Quantwise, 하나금융투자

증권업의 양극화가 진행되며
대형사의 주가는 KOSPI지수 흐름과
비슷하거나 아웃퍼폼하는 모습
반면, 소형사의 주가는 시장대비 큰
폭의 언더퍼폼

그림 22. KOSPI지수와 증권사 자본규모별 주가흐름 비교-1



자료: Quantwise, 하나금융투자

중형사 카테고리에서 특화된 수익구
조를 가진 키움증권과 메리츠증권 제
제외시 시장대비 언더퍼폼
즉, 특화된 수익구조를 가진 증권사
의 주가흐름이 시장대비 아웃퍼폼

그림 23. KOSPI지수와 증권사 자본규모별 주가흐름 비교-2



자료: Quantwise, 하나금융투자

4. 증권사별 2018년 전망

Top Picks: 대형주 한국금융지주, 중소형주 키움증권

증권업종 최선호주
한국금융지주
키움증권

증권업종 내 최선호주로 한국금융지주를 추천한다. **한국금융지주(BUY, TP 84,000원)**의 자회사 한국투자증권이 자기자본 4조원이상 증권사 중 유일하게 단기금융업(발행어음) 사업자로 지정되었다. 올 해 5,000억 규모의 발행어음 조달은 무난할 것으로 판단하며, '18년 한국금융지주 이익 모멘텀으로 작용 가능할 전망이다. **키움증권(BUY, TP 108,000원)**은 위탁매매수의 중심에서 점차 IB부문으로의 수익구조를 다변화 하며 과거대비 주식시장 변동성 대비 이익의 증감이 크지 않았다고 판단한다. 또한, 자회사의 안정적인 이익기여는 '18년 키움증권의 양호한 이익 시현에 긍정적인 전망이다. **NH증권(BUY, TP 18,000원)**은 '17년 IPO 공모총액 1위 증권사로 IPO를 비롯한 자본활용을 통한 투자로 IB부문 강점 증권사의 타이틀을 지켜가는 중이다. 하반기 높은 배당수익률로 배당주의 매력과 안정적인 IB부문 수익은 '18년까지 이어질 전망이다. **미래에셋대우(BUY, TP 13,000원)**는 증권사 중 가장 큰 자본규모를 가진 증권사로 합병 후 이익개선의 속도가 빠르다. 공격적인 투자전략과 큰 자본을 활용한 IB부문의 '18년 이익이 기대되는 점이 긍정적이다. 보수적인 운용 스탠스를 가졌던 **삼성증권(BUY, TP 48,000원)**은 올해 초부터 IB부문 기업금융팀을 신설하고 인력 보충 및 재배치를 통해 IB부문의 강화를 시작하였다. 2분기부터 IB부문에서의 성과가 보이기 시작하였으며 하반기까지 부동산관련 구조화금융 이익 증가로 순익에 기여할 것으로 전망한다. 내년에도 IB부문 수익기여가 기대된다.

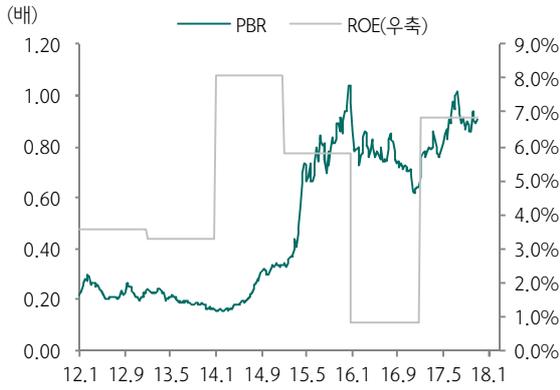
표 9. 커버리지 증권사 밸류에이션 테이블

(단위: 원, %, 십억원, 배)

		미래에셋대우	NH투자증권	한국금융지주	삼성증권	키움증권
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가(원)		13,000	18,000	84,000	48,000	108,000
현재주가(11/8, 원)		10,100	14,000	63,700	36,000	71,900
상승여력(%)		28.7%	28.6%	31.9%	33.3%	50.2%
시가총액(십억원)		6,823	4,116	3,758	3,215	1,589
절대수익률(%)	1M	2.75%	2.94%	4.08%	4.20%	-0.69%
	3M	-0.49%	4.09%	-4.78%	-3.49%	-11.23%
	6M	9.31%	0.00%	18.18%	-4.76%	-11.78%
	1Y	29.82%	34.62%	52.03%	2.86%	5.12%
상대수익률(%)	1M	-3.85%	-3.65%	-2.51%	-2.40%	-7.29%
	3M	-8.67%	-4.09%	-12.96%	-11.66%	-19.41%
	6M	-2.35%	-11.65%	6.53%	-16.41%	-23.43%
	1Y	2.42%	7.21%	24.62%	-24.55%	-22.29%
P/E(배)	2016	308.39	12.23	9.04	13.91	8.83
	2017F	13.83	10.92	7.45	10.39	6.29
	2018F	12.63	10.00	7.26	9.88	5.87
P/B(배)	2016	0.74	0.63	0.74	0.64	1.27
	2017F	0.90	0.89	0.93	0.64	1.06
	2018F	0.89	0.86	0.84	0.56	0.98
ROE(%)	2016	0.78%	5.17%	8.64%	4.78%	15.26%
	2017F	6.87%	8.11%	14.53%	6.13%	16.88%
	2018F	6.96%	8.58%	13.17%	5.66%	16.70%
EPS Growth(%)	2016	-98.47%	10.26%	-16.56%	-36.65%	-5.13%
	2017F	3011.24%	62.41%	84.60%	51.96%	40.19%
	2018F	9.48%	9.18%	2.54%	5.15%	7.20%
EPS(원)	2016	23	789	4,634	2,280	8,155
	2017F	730	1,282	8,555	3,464	11,433
	2018F	800	1,399	8,772	3,642	12,256
BPS(원)	2016	9,789	15,335	56,532	49,329	56,473
	2017F	11,258	15,817	68,763	56,480	67,978
	2018F	11,381	16,332	75,805	64,320	73,722
DPS(원)	2016	50	400	800	650	850
	2017F	200	600	1,200	750	850
	2018F	200	600	1,200	750	850
배당수익률(%)	2016	0.69%	4.15%	1.91%	2.05%	1.18%
	2017F	1.98%	4.29%	1.88%	2.08%	1.18%
	2018F	1.98%	4.29%	1.88%	2.08%	1.18%

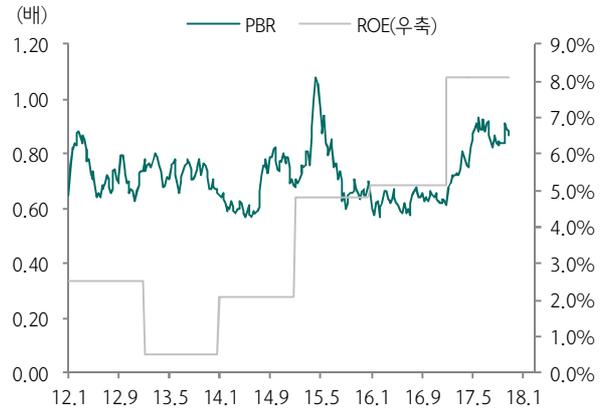
자료: 하나금융투자

그림 24. 미래에셋대우 12M Forward P/B-ROE 추이



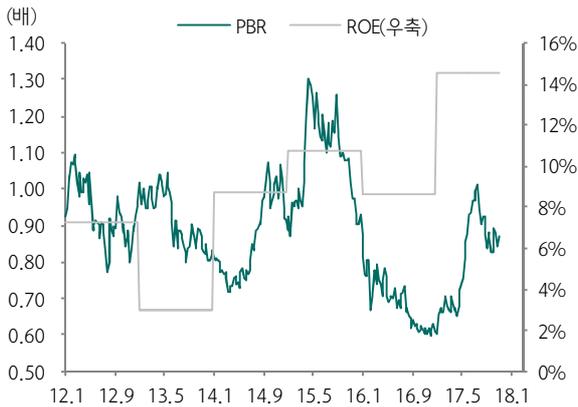
자료: 각사, 하나금융투자

그림 25. NH투자증권 12M Forward P/B-ROE 추이



자료: 각사, 하나금융투자

그림 26. 한국금융지주 12M Forward P/B-ROE 추이



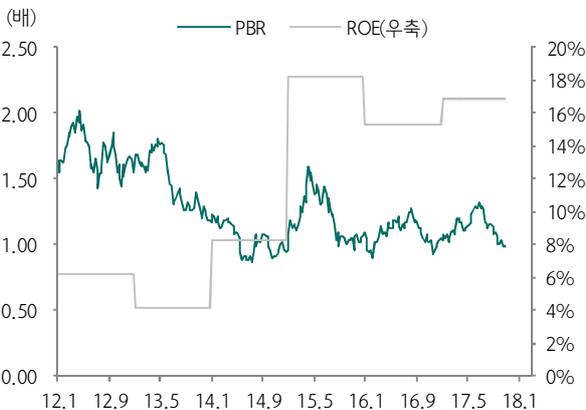
자료: 각사, 하나금융투자

그림 27. 삼성증권 12M Forward P/B-ROE 추이



자료: 각사, 하나금융투자

그림 28. 키움증권 12M Forward P/B-ROE 추이



자료: 각사, 하나금융투자

그림 29. 커버리지 5사 12M Forward P/B 추이



자료: 각사, 하나금융투자

Top Picks

한국금융지주 (071050)

27

키움증권 (039490)

31

2017년 11월 9일

한국금융지주 (071050)

초대형IB 발행어음사업 선두주자

안정적 수익구조는 최대 강점

증권자회사 중심의 금융지주회사인 한국금융지주는 자회사 수익 다변화를 통한 수익 기여도가 커지며 안정적인 이익시현을 보여주는 점이 긍정적이다. 특히 한국투자증권의 순영업수익은 균형적인 수익원을 바탕으로 한국금융지주 실적의 키 드라이버 역할을 유지하고 있다. '16년 하반기부터 시작한 해외부동산 투자를 비롯한 부동산투자수익 기여로 IB부문의 이익은 빠르게 증가하고 있다. '17년 상반기 기준 부동산투자수익은 전체 IB 수익의 53.8%를 차지('16년 58.3% 차지)하고 있다. '10년말 기준 30.2% 와 비교하면 큰 폭의 성장세가 두드러진다. 자회사의 다각화된 사업포트폴리오로 안정적인 수익을 유지하고 있어 타 증권사 대비 증시환경에 따른 변동성이 적다는 점이 강점이다.

'18년 순영업수익 1조 4,456억원, 지배순익 5,576억원 추정

2018년 순영업수익 1조 4,456억원, 지배순익 5,576억원으로 추정한다. 1) 운용 자회사 AUM 은 상반기 기준 44.4조원(한투운용 39.2조원, 밸류운용 5.2조원)으로 꾸준한 자산성장률을 보이고 있으며, 2) 한국파트너스 역시 상반기 기준 1.7조원을 돌파하며 빠르게 증가하고 있다. 3) 저축은행을 비롯한 캐피탈 자회사도 매분기 경장적 수준의 이익을 시현하며 금융지주 수익 안정화에 기여하고 있다. 한국투자증권은 대형 5사 증권사 중 유일하게 단기금융업(발행어음) 사업자로 지정되어 신규수익 창출이 가능한 점은 매우 긍정적이다. 내년 한국금융지주의 양호한 실적흐름 기여에 기대가 되는 부분이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 84,000원 업종 내 탑픽 유지

한국금융지주에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 84,000원을 유지한다. 한투증권의 비롯한 자회사의 안정적 이익 기여로 양호한 이익 시현이 이어질 것으로 예상하며, 대형 증권사 중 유일하게 단기금융업(발행어음) 사업자로 선정되어 신규수익원 창출이 가능한 점이 긍정적이다. '17년 예상 ROE 14.5% 대비 현재 PBR 0.93배는 저평가 구간이라 판단하며 업종내 탑픽으로 유지한다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 84,000원 | CP(11월 8일): 63,700원

Key Data		Consensus Data	
		2017	2018
KOSPI 지수 (pt)	2,552.40		
52주 최고/최저 (원)	74,300/40,050	매출액(십억원)	N/A
시가총액(십억원)	3,549.7	영업이익(십억원)	556.3
시가총액비중(%)	0.29	순이익(십억원)	455.3
발행주식수(천주)	55,726.0	EPS(원)	7,576
60일 평균 거래량(천주)	165.7	BPS(원)	64,832
60일 평균 거래대금(십억원)	10.7		69,118
17년 배당금(예상, 원)	0	Stock Price	
17년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	38.40		
주요주주 지분율(%)			
김남구 외 10 인	22.37		
국민연금	9.05		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	4.1 18.0 52.0		
상대	(2.4) 6.0 19.3		

Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	십억원	1,002	998	1,404	1,436	1,473
영업이익	십억원	385	363	700	731	758
세전이익	십억원	417	369	691	720	747
당기순이익	십억원	324	272	501	514	533
EPS	원	5,554	4,634	8,555	8,772	9,101
BPS	원	54,298	56,532	68,763	75,805	82,231
PER	배	8.9	13.4	7.3	7.1	6.8
PBR	배	0.91	1.10	0.90	0.82	0.76
ROE	%	10.8	8.6	14.5	13.2	13.1
DPS	원	1,000	800	1,200	1,200	1,200



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

한국투자증권, 발행어음을 통한 247억원 신규수익 창출 전망

한국투자증권 대형 5사 중 유일한 단기금융업(발행어음) 사업자로 지정

단기금융업(발행어음) 사업자 지정 가능 조건이 충족된 자기자본 4조원 이상 5개 증권사 중 유일하게 한국투자증권이 단기금융업 사업자로 지정하는 안건이 상정되었다. 8일 정례회의 결과에 따라 11월 중 발행어음 사업이 시작 가능할지 여부가 결정될 예정이다. 11월 중 시작을 가정하면 최대 5천억원 규모의 발행이 이루어질 것으로 예상된다. 조달금리 1.8%에 마진 150bp 가정하면 57억원의 신규 수익 창출이 가능할 전망이다. ROE 0.13%p 증가 가능 규모이다.

발행규모 5천억원 가정시
57억원 신규수익창출 가능
ROE +0.13%p

표 1. 한국투자증권 발행어음을 통한 신규 창출 수익 추정 시나리오

(단위: 십억원)

		한국투자증권	
		5천억 발행 가정	자기자본의 50% 발행 가정
	자기자본	4,345	4,345
	발행가능금액	8,690	8,690
	발행어음평균	500	2,172
	조달금리(%)	1.8	1.8
마진가정			
신규 창출 가능 손익	100bp	3.8	16.5
	150bp	5.7	24.7
	200bp	7.6	32.9
	250bp	9.5	41.2
	마진가정		
ROE	100bp	0.09%	0.38%
	150bp	0.13%	0.57%
	200bp	0.17%	0.76%
	250bp	0.22%	0.95%
	마진가정		

주: 법인세율 24.2%
자료: 하나금융투자

표 2. 한국투자증권 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	QoQ
순영업수익	206.1	177.8	165.1	216.3	299.6	289.5	282.7	-2.3%
수수료수익	109.7	112.5	116.1	115.1	108.1	129.3	133.2	3.0%
브로커리지수익	66.2	66.3	64.1	55.1	54.8	65.8	67.2	2.1%
IB수익	29.3	22.9	27.8	37.6	25.0	26.8	29.4	10.0%
금융상품관련수익	23.7	27.8	27.0	24.7	27.9	29.3	29.6	1.0%
이자수익	86.1	82.2	87.0	85.0	91.8	97.0	93.0	-4.1%
상품운용수익	-40.6	-21.6	-6.0	11.1	34.9	52.9	56.3	6.2%
판매관리비	116.3	113.4	108.5	127.2	124.3	125.9	124.0	-1.5%
영업이익	89.8	64.4	56.5	89.1	175.3	163.6	158.8	-3.0%
영업외손익	10.8	-1.6	-4.0	1.3	-5.4	0.7	0.7	1.0%
세전이익	0.7	1.0	52.5	252.2	169.9	164.3	159.5	-2.9%
당기순익	85.0	47.9	41.9	68.8	143.2	122.0	120.6	-1.2%

자료: 한국금융투자, 하나금융투자

표 3. 한국금융투자 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	QoQ
순영업수익	242.0	233.4	267.3	255.6	371.3	350.8	341.1	-2.8%
수수료수익	148.0	152.4	154.5	157.3	140.9	164.8	169.8	3.0%
이자수익	109.9	110.7	115.2	112.2	118.9	128.5	120.9	-5.9%
상품운용수익	-29.4	-31.7	25.0	-17.7	75.8	47.8	41.2	-14.0%
판매관리비	152.3	156.9	152.5	173.1	174.7	178.6	174.5	-2.3%
영업이익	89.7	76.4	114.9	82.5	196.6	172.2	166.7	-3.2%
영업외손익	15.3	-3.7	0.8	-7.8	-6.5	2.5	-3.0	-218.9%
세전이익	105.0	72.7	115.6	75.8	190.0	174.7	163.7	-6.3%
당기순익	80.2	51.1	87.6	52.6	144.2	124.6	116.8	-6.3%
지배	80.9	53.0	89.9	56.2	145.7	131.3	128.5	-2.1%

자료: 한국금융투자, 하나금융투자

표 4. 한국금융투자 실적 추이

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	1,002.0	998.3	1,404.4	1,435.6	1,473.4
수수료수익	596.7	612.2	642.4	706.4	750.9
이자수익	445.6	447.9	490.4	487.1	479.3
상품운용수익	-36.3	-53.8	208.1	206.0	205.0
판매관리비	617.5	634.8	704.0	704.3	715.4
영업이익	384.5	363.5	700.3	731.3	758.0
영업외손익	32.7	4.4	-9.8	-10.9	-10.6
세전이익	417.2	369.1	690.5	720.5	747.5
당기순익	324.3	271.6	501.3	514.0	533.3
지배	324.3	280.0	533.5	557.6	606.4

자료: 한국금융투자, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업손익	1,002	998	1,404	1,436	1,473
수수료손익	597	612	642	706	751
이자손익	446	448	490	487	479
상품운용손익	-36	-54	208	206	205
기타영업손익	22	-8	51	38	40
판매관리비	618	635	704	704	715
영업이익	385	363	700	731	758
영업외손익	33	4	-10	-11	-11
세전이익	417	369	691	720	747
법인세비용	93	97	189	206	214
당기손익	324	272	501	514	533
지배	324	280	534	558	606
비지배	0	-8	-32	-35	-73

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	31,521	37,307	41,877	42,492	43,133
현금 및 예치금	5,856	6,064	6,199	6,451	6,713
유가증권	19,987	24,558	26,293	26,293	26,293
대출채권	4,066	5,348	6,969	7,252	7,546
유형자산	310	305	308	308	308
기타자산	885	887	1,576	1,640	1,706
부채총계	28,350	33,812	37,848	38,050	38,314
예수부채	4,742	5,378	5,304	5,262	5,220
차입부채	13,237	16,177	18,005	18,736	19,497
기타부채	977	1,045	1,784	1,856	1,932
자본총계	3,171	3,495	4,029	4,442	4,818
자본금	308	308	308	308	308
자본잉여금	603	603	604	604	604

투자지표	(단위: %)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS증가율	35.6	-16.6	84.6	2.5	3.7
BPS증가율	10.9	4.1	21.6	10.2	8.5
총자산증가율	24.4	17.6	13.0	1.5	1.5
총자본증가율	26.1	19.1	12.1	0.5	0.7
순영업수익 비중(한투)					
브로커리지수익	37.5	32.9	21.5	21.5	20.9
IB수익	9.5	15.4	9.7	11.3	12.3
금융상품관련수익	12.7	13.5	10.1	10.6	10.8
영업수지율	91.7	93.2	88.8	87.5	87.5
판매비용률	13.3	11.9	11.3	12.1	11.8
레버리지비율	894.1	1018.9	939.3	856.6	795.2

밸류에이션 지표	(단위: 배, 원, %)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS	5,554	4,634	8,555	8,772	9,101
BPS	54,298	56,532	68,763	75,805	82,231
PER	8.92	13.40	7.26	7.08	6.82
PBR	0.91	1.10	0.90	0.82	0.76
DPS(원)	1,000	800	1,200	1,200	1,200
현금배당총액(십억원)	58.7	47.2	70.7	70.7	70.7
배당성장률(%)	18.1	16.9	13.2	12.7	11.7
배당수익률(%)	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
ROE	10.8	8.6	14.5	13.2	13.1
ROA	1.1	0.8	1.4	1.3	1.4

자료: 하나금융투자

2017년 11월 9일

키움증권 (039490)

저평가 매력 충분

위탁매매 강점 증권사에서 IB로 수익구조 다변화 중

온라인특화 증권사인 키움증권은 고객편의 중심적 사업전략을 펼치며 높은 고객로열티를 유지하고 있다. 위탁MS 1위 자리를 지키며 여전히 위탁매매가 수수료수익에서 차지하는 비율은 약 60%로 높지만 최근 IB부문과 PI투자에 따른 트레이딩 부문으로 수익구조를 다변화 하며 과거대비 위탁매매수익의 비중을 점차 줄여나가고 있다. 수익구조 다변화와 자산운용과 저축은행 등 자회사의 수익 안정화로 '18년 수익력 지속 가능할 전망이다.

'18년 순영업수익 5,729억원, 지배순익 2,721억원 추정

2018년 순영업수익 5,729억원, 지배순익 2,721억원으로 추정한다. 키움증권은 2010년부터 이어져오던 타 증권사 무료수수료이벤트에도 불구하고 여전히 위탁MS 1위자리를 지키며 높은 고객로열티를 보여주고 있으며, 2) 최근 IB와 PI투자로의 수익구조 다변화도 긍정적이다. 또한, 3) '17년 KOSPI 상승 대비 다소 주춤했던 KOSDAQ 시장의 반등이 시작되었다 판단한다. '18년에는 개인거래 증가에 따른 위탁매매수익 증가도 기대 가능하다.

투자 의견 BUY, 목표주가 108,000원 유지

키움증권에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 108,000원을 유지한다. 키움증권 이익의 불안 요소인 신용융자 인자율 인하에 따른 최대치의 감소폭(ROE -2.7%p)을 고려하더라도 '17년 예상 ROE 16.8% PBR 1.06배는 여전히 부담 없는 저평가 구간이다. 또한, 키움증권은 위탁매매 강점 증권사에서 IB부문과 PI부문으로의 수익구조 변화도 안정적인 이익시현에 긍정적이라 판단한다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 108,000원 | CP(11월 8일): 71,900원

Key Data		Consensus Data		
		2017	2018	
KOSPI 지수 (pt)	2,552.40			
52주 최고/최저 (원)	93,400/62,000	매출액(십억원)	1,075.0	1,110.5
시가총액(십억원)	1,589.0	영업이익(십억원)	293.7	283.7
시가총액비중(%)	0.13	순이익(십억원)	233.4	222.5
발행주식수(천주)	22,099.7	EPS(원)	10,650	9,946
60일 평균 거래량(천주)	76.0	BPS(원)	68,813	76,703
60일 평균 거래대금(십억원)	5.8			
17년 배당금(예상, 원)	0	Stock Price		
17년 배당수익률(예상, %)	0.00			
외국인지분율(%)	25.96			
주요주주 지분율(%)				
다우기술 외 6인	47.89			
국민연금	11.52			
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	(0.7) (11.3) 5.1			
상대	(6.8) (20.4) (17.5)			

Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	십억원	466	474	573	595	619
영업이익	십억원	241	231	317	342	380
세전이익	십억원	250	236	330	357	395
당기순이익	십억원	190	180	253	271	300
EPS	원	8,596	8,155	11,433	12,256	13,560
BPS	원	50,220	56,473	67,978	73,722	80,180
PER	배	7.2	8.8	6.4	5.9	5.4
PBR	배	1.23	1.27	1.07	0.99	0.91
ROE	%	18.2	15.3	16.9	16.7	17.0
DPS	원	700	850	850	850	850



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

최단기간(7일 이하) 생성하며
 이자율은 기존 11.75%에서
 4.25%p 인하한 7.5% 적용.
 7일 이상의 고객군이 많을시 이자이익
 증가 가능성 ↑
 지급방식 체차법 → 소급법 변경

신용용자 이자율 인하에 따른 이익감소 우려는 과도

키움증권은 9/25일 신용용자 이자율 인하를 발표하였다. 현행 15일 이하에 적용되던 이자율(11.75%)을 두 구간으로 나누어 7일 이하 구간엔 7.5%, 7일 초과~15일 이하에는 8.5% 이자율을 적용하였다. 7일 이하 구간인 최단기간에 대한 이자율은 기존 11.75%에서 7.5%로 적용되며 무려 4.25%p 인하 하였다. 예상보다 큰 폭의 인하율이 적용되었지만 이자율 적용 구간이 기존과 달라지며 구간에 따라 이자율이 소폭 인상 혹은 인하 하였으며 전 구간 평균적으로 0.25%p 가 인하되었다. 또한, 기존 체차법에서 소급법으로 변경하였기 때문에 장기간 대출 고객에 대한 이자율은 높아졌고 이는 이자수익 증가로 이어질 가능성이 있다.

이자율 인하에 따른 ROE 감소폭 이해를 돕기 위해 이자율 인하 민감도에 따라 계산을 해보면 1H17 기준 이자율 25bp 인하시 ROE는 0.16%p 감소, 50bp 인하시 ROE는 0.32%p 감소하게 된다. 최악의 경우를 가정하여 가장 큰 폭의 인하율을 보인 구간의 이자율을 전체로 적용하여(425bp) 계산해보면 ROE는 2.7%p 감소하게 된다. 키움증권의 '17년 예상 ROE 16.8% 에 현재 PBR 1.06배를 고려하여 비교하여도 현재 주가는 저평가 구간이라 판단한다.

표 1. 신용용자 이자율 인하에 따른 신용용자이자이익 민감도 분석

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
신용거래용자금(㉠)	598	631	626	612	662	675	845	782	814	966
QoQ		5.5%	-0.7%	-2.3%	8.2%	1.9%	25.2%	-7.5%	4.2%	18.7%
신용거래용자이자	14.9	15.6	16.1	16.0	16.0	17.8	20.1	19.8	19.5	21.7
QoQ		4.5%	3.2%	-0.4%	-0.2%	11.3%	13.3%	-1.8%	-1.5%	11.3%
전체이자수익	25	27	28	27	27	30	34	34	34	38
신용공여이자	21	22	22	22	22	24	27	26	26	28
전체이자수익 중 신용공여이자 비율	83.3%	81.0%	77.8%	78.6%	79.0%	79.4%	79.1%	75.5%	75.9%	75.4%
전체이자수익 중 신용거래용자이자 비율	58.6%	57.4%	57.5%	58.3%	58.2%	58.9%	60.1%	57.3%	57.6%	57.6%
평균이자율(㉡)	9.96%	9.87%	10.26%	10.46%	9.64%	10.53%	9.53%	10.11%	9.57%	8.98%
신용용자이자율 인하 민감도(㉢)	14.89	15.57	16.07	16.00	15.96	17.77	20.14	19.76	19.48	21.69
25bp	9.71%	9.62%	10.01%	10.21%	9.39%	10.28%	9.28%	9.86%	9.32%	8.73%
50bp	9.46%	9.37%	9.76%	9.96%	9.14%	10.03%	9.03%	9.61%	9.07%	8.48%
425bp	5.71%	5.62%	6.01%	6.21%	5.39%	6.28%	5.28%	5.86%	5.32%	4.73%
이자율 인하에 따른 신용거래용자이자이익 민감도(㉣=㉠ x ㉢)										
25bp	14.52	15.17	15.67	15.61	15.55	17.34	19.61	19.28	18.97	21.08
50bp	14.15	14.78	15.28	15.23	15.13	16.92	19.08	18.79	18.46	20.48
425bp	8.54	8.87	9.41	9.49	8.93	10.60	11.16	11.46	10.83	11.42

주: 별도기준, 평균이자율은 연율화 계산
 자료: 키움증권, 하나금융투자

표 2. 신용융자 이자율 인하에 따른 키움증권 ROE 감소 시나리오

(단위: 십억원)

	1H 17	25bp 인하시	50bp 인하시	425bp 인하시
당기순익	133.2	132.1	131.0	114.3
ROE	19.4%	19.3%	19.1%	16.7%
감소폭		-0.1%p	-0.3%p	-2.7%p

주: 별도기준, 전 구간에 대하여 동일 이자율 인하를 가정하고 계산
 자료: 키움증권, 하나금융투자

표 3. '17년도 키움증권 신용융자 이자율 변동내용

변경 전 (제치법)	변경 후 (소급법)
15일 이하 : 연 11.75%	7일 이하 : 연 7.50%
15일 초과 ~ 30일 이하 : 연 9.75%	7일 초과 ~ 15일 이하 : 연 8.50%
30일 초과 : 연 8.75%	15일 초과 ~ 90일 이하 : 연 9.00%
	90일 초과 : 연 9.50%
연체이자율 : 연 13.0%	연체이자율 : 연 11.0%

• 신용융자 종목 한도 변경

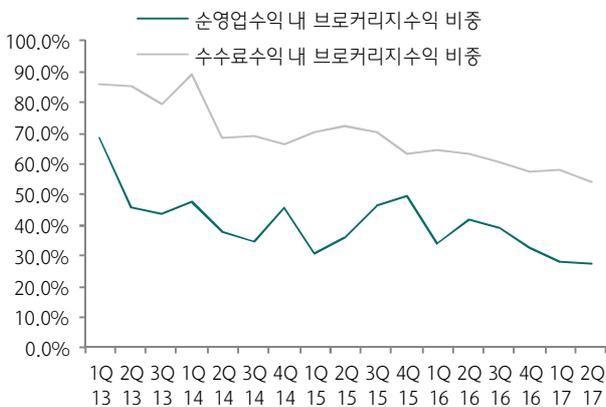
변경 전			변경 후		
구분	한도	용자기간	구분	한도	용자기간
A군	10억 원	90일	A군	15억 원	90일
B군	5억 원		B군		
C군	3억 원		C군		
D군	1억 원		D군		

• 신용융자 계좌 한도 변경

구분	변경 전	변경 후
신용융자 계좌한도	10억 원	15억 원

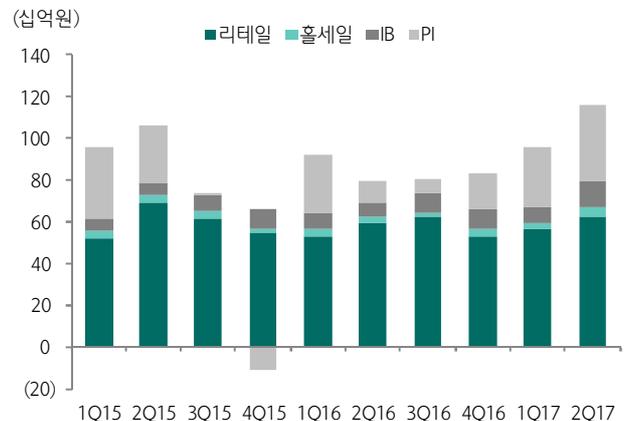
자료: 키움증권, 하나금융투자

그림 1. 키움증권 브로커리지수익 비중



자료: 키움증권, 하나금융투자

그림 2. 본부별 영업수지



자료: 키움증권, 하나금융투자

표 4. 키움증권 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	QoQ
순영업수익	125.4	110.5	112.9	124.7	139.5	156.1	139.1	-10.8%
수수료수익	50.2	55.1	56.2	53.6	51.3	61.0	56.1	-7.9%
브로커리지수익	42.5	45.9	44.3	40.9	39.2	42.7	41.4	-3.2%
IB수익	3.4	3.6	6.4	6.7	5.2	10.5	6.3	-40.0%
금융상품관련수익	2.3	2.9	2.8	3.0	3.0	3.5	3.5	2.0%
이자수익	30.1	32.0	36.2	39.6	38.5	43.9	47.8	8.9%
상품운용수익	39.4	21.4	20.2	33.6	30.9	55.8	40.0	-28.3%
판매관리비	56.0	63.1	59.1	64.7	60.9	68.2	63.2	-7.3%
영업이익	69.4	47.5	53.8	60.0	78.6	87.9	76.0	-13.6%
영업외손익	-0.4	1.9	1.3	2.4	0.6	5.1	3.6	-28.6%
세전이익	69.0	49.4	55.1	62.4	79.2	93.0	79.6	-14.4%
당기순익	50.5	39.0	43.1	47.6	60.7	72.5	60.3	-16.7%
지배	50.5	38.9	43.0	47.6	60.6	72.8	60.7	-16.7%

자료: 키움증권, 하나금융투자

표 5. 키움증권 실적 추이

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	466.3	473.5	572.9	594.5	619.5
수수료수익	208.5	215.1	222.9	234.5	244.2
브로커리지수익	185.7	173.5	161.5	168.5	170.6
IB수익	21.5	20.2	28.4	29.5	33.0
금융상품관련수익	8.1	11.0	13.6	15.2	16.4
이자수익	121.2	138.0	178.8	203.5	218.5
상품운용수익	134.8	114.7	166.8	179.0	183.7
판매관리비	224.9	242.8	256.1	252.1	239.7
영업이익	241.4	230.7	316.8	342.4	379.8
영업외손익	8.2	5.2	13.0	14.9	15.6
세전이익	249.6	235.9	329.8	357.3	395.4
당기순익	190.0	180.2	252.7	270.8	299.7
지배	189.7	179.9	253.5	272.1	301.0

자료: 키움증권, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
순영업수익	466	474	573	595	619
수수료수익	209	215	223	235	244
브로커리지수익	186	173	161	169	171
IB수익	21	20	28	29	33
금융상품관련수익	8	11	14	15	16
이자수익	121	138	179	204	218
상품운용수익	135	115	167	179	184
기타영업수익	2	6	4	-23	-27
판매관리비	225	243	256	252	240
영업이익	241	231	317	342	380
영업외손익	8	5	13	15	16
세전이익	250	236	330	357	395
법인세비용	60	56	77	86	96
당기순이익	190	180	253	271	300
지배	190	180	254	272	301
비지배	0	0	-1	-1	-1

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	6,152	8,857	10,687	11,292	11,966
현금 및 예치금	325	389	674	651	631
유가증권	3,753	5,767	6,174	6,683	7,233
대출채권	1,485	2,084	2,541	2,750	2,977
유형자산	78	85	98	98	98
기타자산	506	521	1,173	1,082	998
부채총계	5,042	7,609	9,184	9,663	10,194
예수부채	3,307	4,192	4,950	5,151	5,360
차입부채	891	2,024	2,096	2,310	2,561
기타부채	431	431	1,257	1,269	1,171
자본총계	1,110	1,248	1,502	1,629	1,772
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	188	190	190	190	190
자본조정	-21	-31	-27	-27	-27
기타포괄손익누계액	10	-5	104	104	104
이익잉여금	815	979	1,214	1,484	1,784

투자지표	(단위: %)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS증가율	149.7	-5.1	40.2	7.2	10.6
BPS증가율	13.8	12.5	20.4	8.5	8.8
총자산증가율	13.5	44.0	20.7	5.7	6.0
총자본증가율	13.4	50.9	20.7	5.2	5.5
순영업수익 비중					
브로커리지수익	39.8	36.6	28.2	28.3	27.5
IB수익	4.6	4.3	5.0	5.0	5.3
금융상품관련수익	1.7	2.3	2.4	2.6	2.7
영업수지율	70.7	75.6	70.3	67.7	65.4
판매비용률	27.3	25.7	24.0	23.8	21.8
레버리지비율	554.3	709.7	711.3	693.1	675.3

밸류에이션 지표	(단위: 배, 원, %)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS	8,596	8,155	11,433	12,256	13,560
BPS	50,220	56,473	67,978	73,722	80,180
PER	7.21	8.83	6.36	5.93	5.36
PBR	1.23	1.27	1.07	0.99	0.91
DPS(원)	700	850	850	850	850
현금배당총액(십억원)	15.5	18.8	18.8	18.8	18.8
배당성장률(%)	8.2	10.4	7.4	6.9	6.2
배당수익률(%)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
ROE	18.2	15.3	16.9	16.7	17.0
ROA	3.3	2.4	2.6	2.5	2.6

자료: 하나금융투자

증권사 DuPont ROE 분석

ROE									
	09	10	11	12	13	14	15	16	17F
미래대우	11.17%	8.95%	4.33%	2.47%	-0.86%	4.66%	6.62%	0.42%	6.80%
NH증권	7.16%	5.83%	4.86%	2.21%	0.87%	1.56%	4.52%	4.59%	8.12%
한투증권	9.89%	7.42%	6.83%	4.98%	2.45%	6.90%	7.77%	5.98%	11.70%
삼성증권	9.44%	8.52%	4.15%	3.78%	0.26%	7.10%	7.35%	4.31%	6.22%
KB증권	7.33%	10.84%	4.80%	-0.07%	-1.46%	0.57%	6.72%	-0.01%	4.33%
메리츠증권	3.93%	4.05%	7.93%	8.78%	6.93%	15.19%	17.15%	13.42%	9.94%
신한금투	5.03%	5.68%	4.53%	3.96%	1.32%	4.82%	8.61%	4.01%	5.61%
하나금투	15.88%	15.76%	4.96%	3.29%	1.47%	5.00%	8.34%	3.98%	5.44%
대신증권	5.45%	4.94%	5.23%	1.03%	1.44%	0.28%	5.74%	1.82%	4.62%
키움증권	12.42%	16.16%	15.21%	6.88%	4.82%	6.07%	12.79%	12.03%	16.95%
신영증권	11.28%	6.68%	6.12%	5.67%	4.50%	6.11%	5.10%	5.54%	6.05%
유안타증권	14.00%	8.55%	2.84%	1.91%	-45.35%	-17.59%	4.63%	2.06%	4.14%
한화투자증권	9.24%	5.60%	5.02%	-6.87%	-8.06%	2.34%	-1.11%	-20.08%	7.90%
교보증권	4.65%	2.24%	3.72%	1.80%	2.05%	4.85%	11.21%	8.52%	9.15%
현대차증권	6.10%	5.00%	5.53%	4.54%	-1.06%	1.06%	7.03%	5.43%	7.64%
하이투자증권	6.67%	4.55%	1.20%	0.13%	-1.64%	3.21%	3.78%	0.19%	-2.04%
유진투자증권	0.87%	-7.84%	-1.70%	-11.99%	0.60%	0.76%	7.46%	6.96%	10.45%
동부증권	7.22%	7.29%	0.96%	10.53%	-0.95%	2.45%	-0.71%	0.05%	-1.27%
부국증권	6.44%	7.05%	4.55%	1.94%	0.96%	3.69%	5.39%	5.66%	10.59%
KTB증권	-7.55%	6.38%	1.68%	5.48%	-6.75%	-12.92%	3.03%	4.03%	10.32%
SK증권	5.03%	3.26%	-1.39%	-2.60%	-11.26%	0.85%	4.38%	1.94%	9.57%
BNK증권	8.17%	3.94%	4.46%	2.24%	-0.43%	4.88%	5.07%	4.33%	2.11%
케이프증권	3.28%	3.44%	1.92%	3.17%	-1.77%	-0.38%	4.37%	5.78%	6.96%
골든브릿지증권	6.03%	-3.33%	-0.29%	-1.59%	-2.48%	-4.03%	2.40%	-2.53%	0.69%
리딩투자증권	22.42%	15.89%	11.52%	-128.50%	-17.45%	-4.65%	-17.43%	13.56%	9.53%

ROA									
	09	10	11	12	13	14	15	16	17F
미래대우	1.82%	1.43%	0.77%	0.40%	-0.13%	0.63%	0.83%	0.05%	0.7%
NH증권	0.98%	0.79%	0.75%	0.29%	0.10%	0.17%	0.51%	0.51%	0.8%
한투증권	1.78%	1.34%	1.28%	0.83%	0.38%	0.94%	0.90%	0.74%	1.4%
삼성증권	1.86%	1.82%	0.87%	0.68%	0.04%	0.97%	0.86%	0.51%	0.7%
KB증권	1.51%	2.37%	0.97%	-0.01%	-0.25%	0.09%	1.04%	0.00%	0.5%
메리츠증권	1.08%	0.55%	0.73%	0.76%	0.63%	1.20%	2.31%	1.65%	1.8%
신한금투	1.09%	1.02%	0.69%	0.51%	0.16%	0.44%	0.91%	0.49%	0.6%
하나금투	2.92%	2.68%	0.73%	0.41%	0.18%	0.54%	0.91%	0.41%	0.6%
대신증권	1.14%	0.96%	0.92%	0.14%	0.18%	0.03%	0.59%	0.21%	0.5%
키움증권	3.56%	3.24%	3.28%	1.58%	1.14%	1.38%	2.53%	1.87%	2.4%
신영증권	2.31%	1.39%	1.13%	1.07%	0.85%	0.88%	0.63%	0.67%	0.7%
유안타증권	1.14%	0.71%	0.25%	0.17%	-6.93%	-2.25%	0.51%	0.20%	0.4%
한화투자증권	1.76%	1.02%	0.75%	-0.73%	-0.78%	0.27%	-0.12%	-2.47%	1.0%
교보증권	0.59%	0.30%	0.47%	0.20%	0.25%	0.53%	1.39%	1.24%	1.1%
현대차증권	1.82%	1.14%	1.01%	0.75%	-0.16%	0.15%	1.01%	0.80%	0.8%
하이투자증권	1.30%	1.42%	0.37%	0.02%	-0.18%	0.34%	0.50%	0.03%	-0.2%
유진투자증권	0.20%	-1.69%	-0.29%	-1.69%	0.08%	0.10%	0.91%	0.86%	0.9%
동부증권	1.18%	0.88%	0.13%	1.25%	-0.11%	0.27%	-0.08%	0.01%	-0.1%
부국증권	2.27%	4.41%	2.44%	1.14%	0.55%	1.64%	1.88%	1.79%	1.1%
KTB증권	-3.68%	1.99%	0.44%	1.36%	-3.39%	-4.92%	1.30%	1.41%	2.1%
SK증권	0.74%	0.48%	-0.15%	-0.27%	-1.03%	0.09%	0.51%	0.21%	1.1%
BNK증권	2.06%	1.62%	0.67%	0.36%	-0.10%	1.12%	1.46%	0.87%	0.3%
케이프증권	1.28%	0.96%	0.35%	0.63%	-0.42%	-0.09%	0.78%	0.90%	0.6%
골든브릿지증권	2.74%	-0.89%	-0.06%	-0.51%	-0.73%	-0.68%	0.51%	-0.70%	0.2%
리딩투자증권	8.76%	7.71%	3.75%	-28.72%	-4.07%	-1.14%	-6.31%	9.27%	4.8%

FL									
	09	10	11	12	13	14	15	16	17F
미래대우	612.9%	626.6%	561.3%	622.9%	659.9%	735.4%	799.7%	848.3%	962.3%
NH증권	729.5%	736.5%	648.5%	763.7%	850.3%	921.9%	894.1%	892.5%	965.5%
한투증권	556.2%	555.2%	534.8%	603.3%	644.0%	736.2%	864.4%	806.0%	826.3%
삼성증권	507.0%	468.8%	476.7%	554.2%	596.0%	729.6%	854.0%	842.1%	832.5%
KB증권	485.7%	457.2%	494.1%	604.6%	585.7%	625.2%	649.5%	716.3%	884.9%
메리츠증권	364.3%	729.8%	1083.1%	1148.9%	1100.0%	1262.2%	743.9%	812.3%	562.2%
신한금투	460.7%	558.7%	652.8%	781.5%	837.1%	1089.7%	941.6%	820.8%	886.0%
하나금투	543.8%	589.2%	681.5%	795.6%	814.0%	919.1%	918.2%	977.3%	946.6%
대신증권	477.0%	515.0%	568.7%	709.8%	800.6%	974.4%	965.2%	863.9%	861.2%
키움증권	349.4%	498.1%	464.0%	434.8%	422.8%	439.9%	504.7%	642.7%	708.0%
신영증권	488.7%	482.1%	541.5%	531.2%	526.8%	696.9%	806.2%	826.0%	927.8%
유안타증권	1230.4%	1200.6%	1150.5%	1111.4%	654.7%	780.8%	915.0%	1007.0%	1104.4%
한화투자증권	523.9%	546.2%	671.5%	935.2%	1037.7%	858.4%	942.3%	812.1%	821.2%
교보증권	788.5%	753.6%	792.8%	887.6%	835.2%	921.6%	807.0%	687.2%	817.5%
현대차증권	335.5%	438.2%	545.8%	601.1%	668.6%	732.7%	698.8%	681.8%	973.1%
하이투자증권	514.4%	320.6%	326.2%	823.3%	923.7%	944.6%	755.8%	721.4%	828.4%
유진투자증권	423.4%	464.0%	576.5%	709.5%	750.5%	794.8%	816.1%	807.1%	1115.8%
동부증권	611.5%	824.7%	734.7%	844.7%	860.0%	917.8%	931.2%	845.4%	864.2%
부국증권	284.2%	159.7%	186.5%	169.5%	174.3%	225.6%	286.6%	315.9%	960.9%
KTB증권	205.0%	321.3%	379.3%	404.2%	198.8%	262.4%	232.4%	285.8%	480.4%
SK증권	678.8%	685.0%	904.7%	946.0%	1098.2%	938.1%	858.1%	915.0%	893.3%
BNK증권	396.2%	244.0%	669.8%	625.6%	442.7%	435.4%	347.6%	497.0%	659.8%
케이프증권	257.3%	359.6%	554.6%	499.7%	424.8%	425.8%	556.7%	643.1%	1150.1%
골든브릿지 증권	220.3%	375.5%	458.4%	309.7%	340.9%	594.2%	467.0%	364.5%	447.6%
리딩투자증권	256.1%	206.1%	307.1%	447.4%	428.7%	406.3%	276.0%	146.4%	198.2%

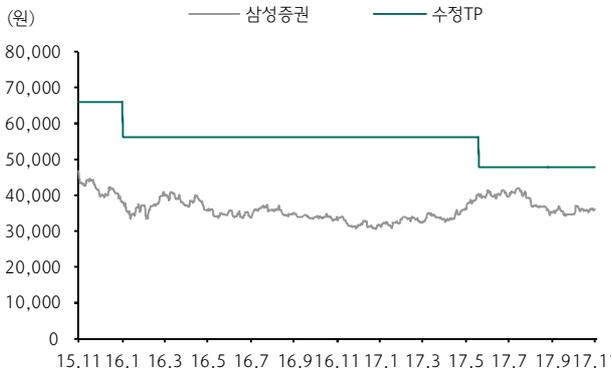
ROE									
	09	10	11	12	13	14	15	16	17F
3조원이상			4.96%	2.68%	0.22%	4.08%	6.47%	2.93%	7.47%
1조원~3조원미만	9.25%	8.38%	4.48%	2.69%	1.40%	0.61%	9.64%	6.65%	7.49%
1조원미만	6.43%	5.24%	4.69%	1.14%	-4.91%	1.51%	4.40%	1.05%	6.49%

ROA									
	09	10	11	12	13	14	15	16	17F
3조원이상			0.91%	0.42%	0.03%	0.54%	0.79%	0.36%	0.9%
1조원~3조원미만	1.54%	1.38%	0.61%	0.32%	0.17%	0.06%	1.13%	0.77%	0.9%
1조원미만	1.43%	1.02%	0.78%	0.16%	-0.70%	0.20%	0.59%	0.16%	0.8%

FL									
	09	10	11	12	13	14	15	16	17F
3조원이상			545.8%	631.3%	670.6%	760.8%	817.6%	824.7%	867.0%
1조원~3조원미만	600.9%	608.1%	733.7%	830.5%	819.3%	974.9%	856.3%	860.1%	872.6%
1조원미만	449.7%	511.7%	602.2%	696.1%	699.0%	756.9%	749.3%	673.1%	854.9%

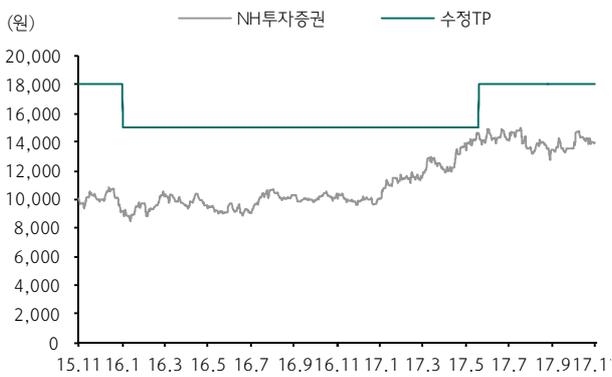
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성증권



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.5.29	BUY	46,559		
17.1.12	1년 경과		-39.46%	-28.54%
16.1.11	BUY	56,258	-37.55%	-27.50%
15.11.2	BUY	65,958	-35.97%	-28.75%

NH투자증권



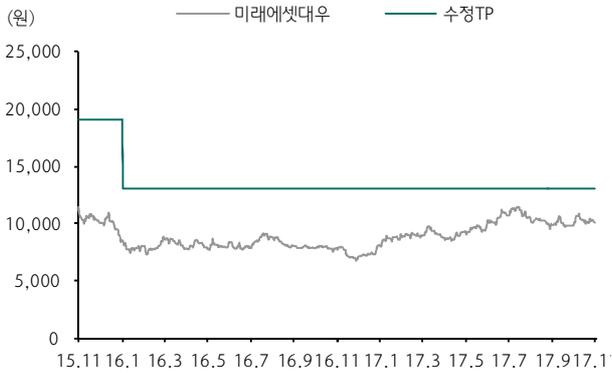
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.5.29	BUY	18,000		
17.1.12	1년 경과		-18.16%	-2.00%
16.1.11	BUY	15,000	-34.66%	-28.67%
15.11.2	BUY	18,000	-44.20%	-39.72%
14.11.11	BUY	17,000	-30.33%	-0.59%

키움증권



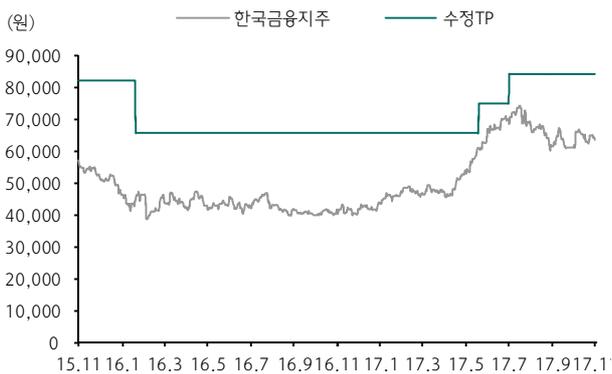
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.5.29	BUY	108,000		
16.11.3	1년 경과		-18.46%	-5.16%
15.11.2	BUY	91,000	-26.80%	-10.66%

미래에셋대우



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
16.1.11	BUY	13,000		
15.10.21	BUY	19,000	-44.78%	-36.32%
15.3.18	BUY	16,000	-11.63%	12.19%

한국금융지주



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.7.11	BUY	84,000		
17.5.29	BUY	75,000	-11.30%	-5.20%
17.1.30	1년 경과		-25.20%	-7.42%
16.1.29	BUY	66,000	-34.80%	-28.11%
15.11.2	BUY	82,000	-37.73%	-27.32%
15.3.18	BUY	67,000	-4.30%	9.25%

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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.1%	8.2%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2017년 11월 7일

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 11월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
 - 본 자료를 작성한 애널리스트(임수연)는 2017년 11월 9일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
 - 회사와 상당한 이해관계가 있다고 인정되는 법인(자사주 신탁/위탁, 유동성공급자 등)(키움증권)
- 본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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.