

V 반등 이후 주목할 것은?

정길원 gilwon.jeong@miraeeasset.com

경민정 minjeong_kyeong@miraeeasset.com

2Q Preview

성공적인 V 반등

- Brokerage 수익 급증과 해외 주식 거래의 수익 기여도 상승
- ELS 헤지 손실 회복 및 채권운용이익 호조, 고유자산 평가이익 회복 등도 결합
- ELS 조기상환 및 발행 수익은 침체 지속 중

주식 양도차익 과세

No Fear !

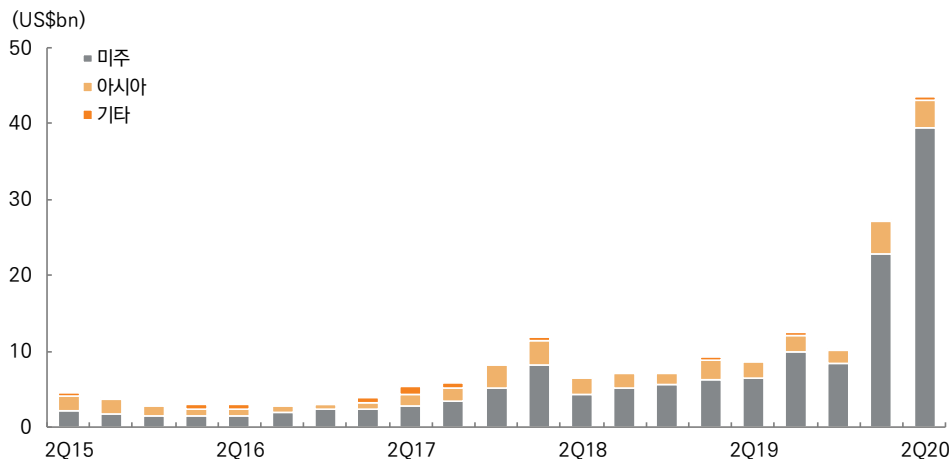
- 주식에 대한 양도소득세를 도입하고 증권거래세는 점진적으로 낮출 것이라고 발표
- 양도세 도입이 차익 실현의 촉매가 되지는 않을 것(미국의 사례)
- 보완 장치 도입 및 초저금리 상황 고려하면 자본시장 펀더멘탈 호조 추세 유효

Catalyst

실적 보다는 '금융플랫폼'의 가치 평가가 중요해질 하반기

- 실적은 V 반등 성공했지만 추가적인 개선을 기대하기는 힘든 상황
- 일부 증권사들의 사모펀드 판매 관련 손실 부담 가능성 및 고유자산(시가평가 하지 않고 있는)들의 평가 이슈 → 연말로 갈수록 부상
- 하반기 네이버파이낸셜, 카카오뱅크 등 '금융플랫폼'의 확장속도에 따라 해당 지분 가치에 대한 Valuation 반영 본격화 예상

해외주식 거래대금 추이



자료: 한국예탁결제원, 미래에셋대우 리서치센터

성공적인 V 반등

Brokerage 호황 + 운용 수익 회복이 V 반등 견인

유니버스내 증권사들의 2분기 순이익은 전분기 적자에서 탈출하여 큰 폭의 개선을 시현하였다.

전분기 실적 부진의 주요인이었던 ELS 헤지 관련 손실이 급속히 회복되었고, 무엇보다 국내외 주식의 거래수수료가 폭증하여 ELS 조기 상환 수익 및 IB 수익의 부진을 만회한 결과이다.

주지하다시피 국내 주식 거래대금은 지난 해 평균 9.4조원 대비 133.0% 늘어난 21.9조원으로 분기 최대치를 기록하였다. 국내 주식 Brokerage의 경우 영업이익률이 높다. 수수료율이 하락하고 있지만, 추가적인 비용 부담이 없기 때문이다. 감가상각 끝난 설비에서 원가 부담 없이 매출이 일어나고, 영업이익으로 직결된다. 해외주식 거래는 지난 해 대비 395.4%, 전분기 대비 58.4% 늘어났다. 수수료율이 월등히 높고, 환전 수익까지 고려하면 이익 기여도는 지속적으로 높아지고 있다.

운용손익은 전반적으로 개선되었다. 1) 증거금 부담에서 벗어나면서 ELS 헤지 이익이 개선되었고, 국고채 금리가 전분기 대비 30bp 내외 하락하면서 채권운용 손익이 크게 늘었다. 3) 시가평가를 반영하는 주식 등 고유자산도 대부분 반등하였기 때문이다. 유니버스내 증권사들의 운용손익은 5,157억원 적자에서 3,782억원 흑자를 시현한 것으로 추정된다.

반면 ELS 시장은 조기 상환율이 2.4%에 머물면서 상환 수익이 정체되고 있다. ELS 조기상환 규모는 1.8조원으로, 전분기 대비 89.0% 줄었는데 분기 기준으로는 영업 시작 이래 가장 낮다.

주가 급락을 기회로 신규 설정이 이루어지면서 발행은 10.6조원으로 전분기 대비 절반 수준으로 감소하는데 그쳤다. 그나마 DLS의 신규 발행 및 조기상환은 전분기와 유사하다.

키움증권의 실적 개선도가 가장 두드러진다. 시장의 변동성과 회전율이 높은 상황에서 국내 Brokerage 수익은 좋을 수 밖에 없고, 상대적으로 부진했던 해외주식의 중개 수익도 개선된 상태이다. 고유자산의 손실이 컸던 만큼 기저효과도 크다.

다른 증권사들의 경우 자체헤지 비중이 높은 증권사(한투, 삼성)들의 개선도가 높을 것으로 예상된다. 고객기반이 넓고, 해외주식 중개 MS가 높은 상위 증권사도 매우 좋은 실적을 거두었을 것이다.

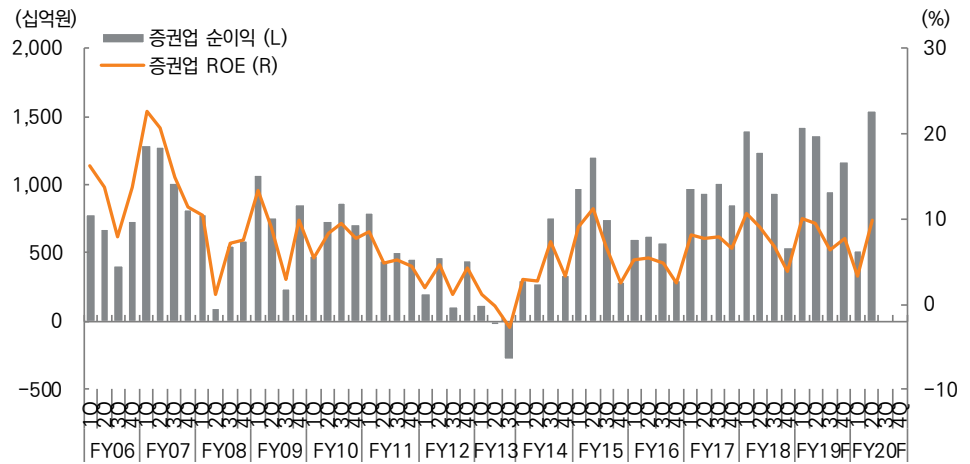
표 1. FY20 2Q Preview

(십억원, %)

		2Q FY19	1Q FY20	2Q FY20F		QoQ	YoY
				Consensus	Estimate		
한국금융지주	순영업수익	555	-11		513	흑전	-7.6
	판관비	284	157		223	41.7	-21.5
	영업이익	272	-168	234	291	흑전	7.0
	순이익	208	-113	186	209	흑전	0.3
키움증권	순영업수익	161	113		345	206.8	115.0
	판관비	95	102		108	5.4	12.9
	영업이익	65	10	186	238	2,197.5	264.0
	순이익	56	9	137	174	1,740.6	213.1
NH투자증권	순영업수익	353	248		444	78.8	25.7
	판관비	201	195		191	-1.7	-4.7
	영업이익	153	54	200	253	369.7	65.6
	순이익	107	32	137	189	509.3	76.4
삼성증권	순영업수익	307	181		377	108.4	23.0
	판관비	173	159		174	9.3	0.7
	영업이익	134	22	155	203	826.0	51.9
	순이익	96	15	113	149	864.3	54.3

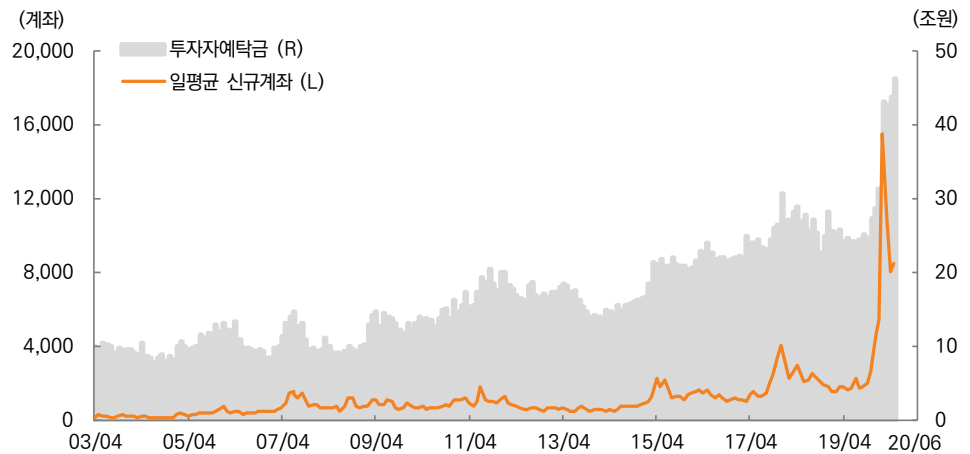
자료: FnGuide, 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 증권업종 분기 순이익(별도 기준) 및 ROE 추이



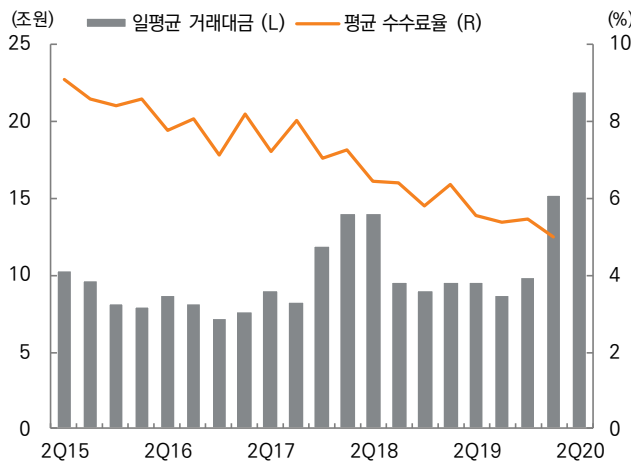
자료: FISIS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. A사 일평균 신규계좌 개설 추이 및 시장 고객예탁금



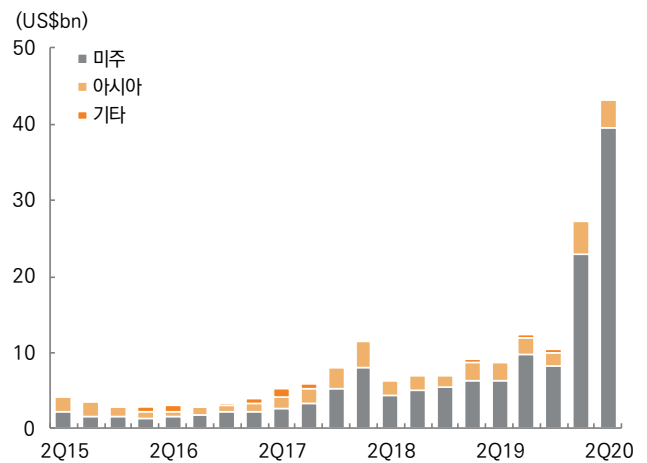
자료: 한국예탁결제원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 일평균 거래대금(국내) 및 평균수수료를 추이



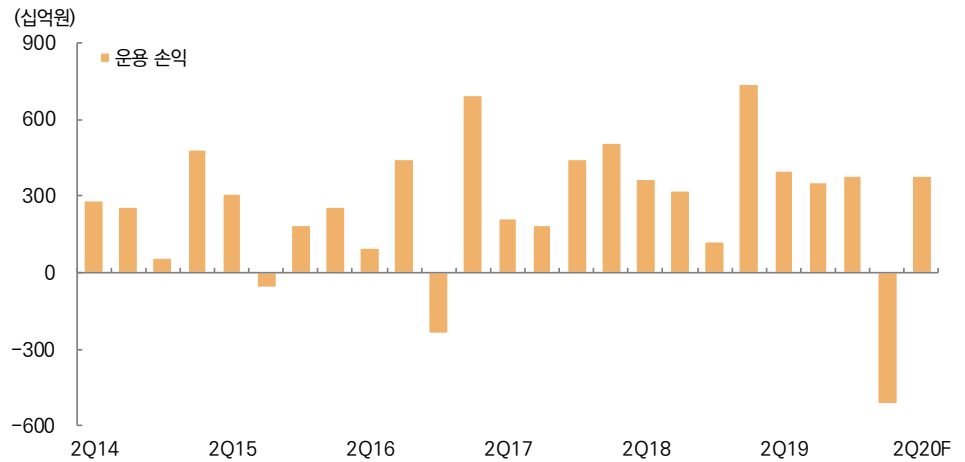
자료: Quantivise, FISIS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 해외주식 거래대금 추이



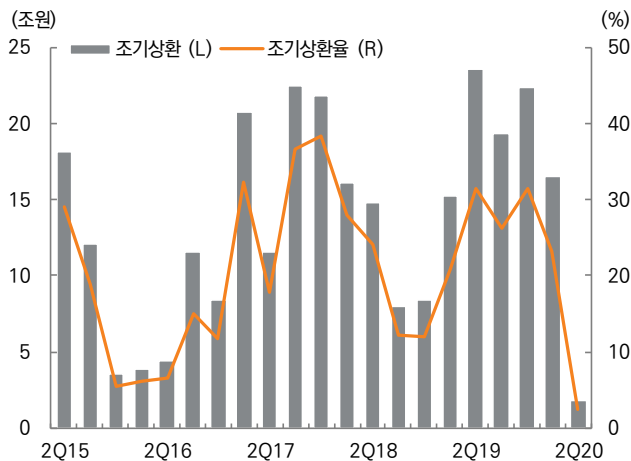
자료: 한국예탁결제원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 운용 수익 추이(유니버시티증권사)



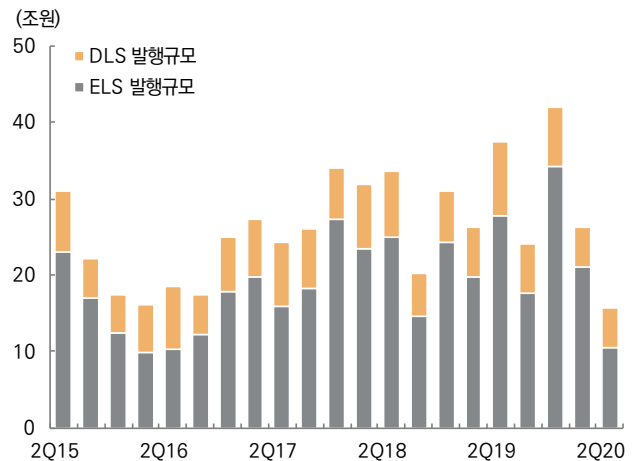
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. ELS 조기상환 규모 및 조기 상환율



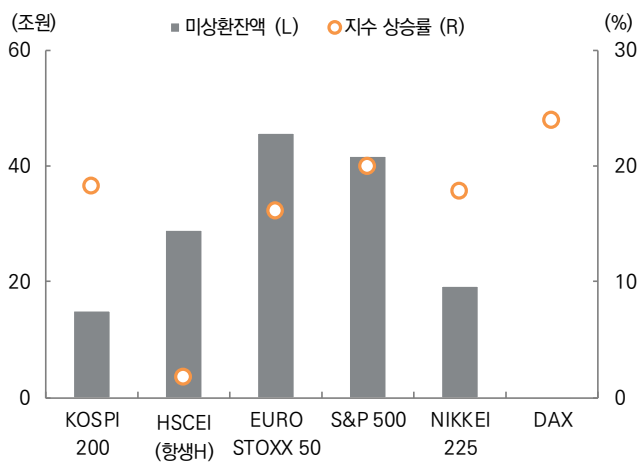
자료: 한국예탁결제원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. ELS, DLS 발행 규모 추이



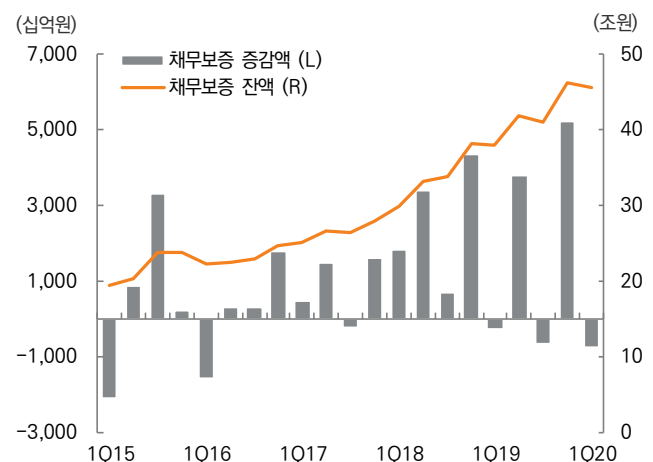
자료: 인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 주요 기초 자산별 발행 잔액 및 지수 변동



주: 지수 상승률은 2Q20 기준 QoQ 상승률
 자료: 한국예탁결제원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 채무보증 잔액 추이



자료: FISIS, 미래에셋대우 리서치센터

주식 양도차익 과세, No Fear!

양도세 보다는 시장 상황이 우선

정부는 금융세제 선진화 추진 방향을 밝히면서 주식에 대한 양도소득세를 도입하고 증권거래세는 점진적으로 낮출 것이라고 발표하였다. 투자자 입장에서는 세후 소득이 줄어들 수 밖에 없으니, 자본시장이나 증권사의 펀더멘탈을 훼손할 수 있다는 우려가 제기된다.

자본이득세가 이미 근간인 미국의 경우 세율이 탄력적으로 변동한다. 그런데 세율 변동과 이에 따른 실현 이익의 추이를 보면 그다지 인과성이나 상관성을 찾기 어렵다. 근래에 세율 변동은 2013년에 있었는데(15% → 25%, 유효세율은 14.1% → 19.4%) 인상 직전 해에 실현이익이 크게 늘어난 바 있다. 반대로 97년과 03년의 경우에는 세율이 크게 내렸는데, 혜택을 보기 위해서 처분을 이연했다고 보기는 어렵다. 이보다는 시장이 좋고 확장 국면이 지속될 때는 차익실현이 늘어나고, 위축되면 이연하는 형태가 일반적이다. 세율이 투자이익 실현에 주요 변수이기는 하겠지만, 그보다 앞서 시장 상황이 우선이라는 것이다. 세율 보다는 자본시장이 확장 국면이고 시장이 좋을 때는 이익 실현도 많을 뿐이다.

펀드 투자자와의 역차별 문제(직접 주식 투자시에는 양도소득 2천만원 공제), 장기투자자에 대한 인센티브 등의 보완조치도 부연되어 충격을 일부 줄일 수 있을 것이다.

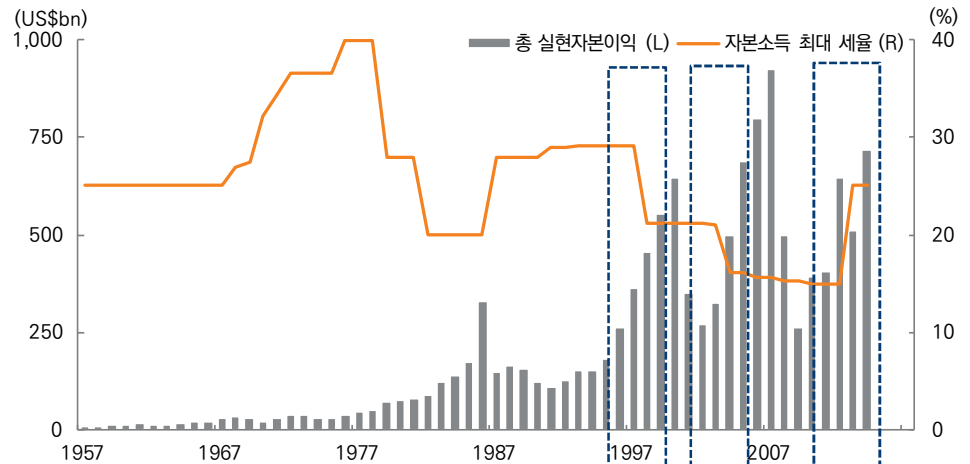
1%도 안되는 초저금리 상황 및 부동산 시장에 대한 제반 규제 강화 추세에서 초과수익을 얻을 수 있는 투자 대상은 결국 주식 및 자본시장의 연계상품일 수 밖에 없다.

표 2. 금융세제 선진화 추진 방향 주요 내용

	현행	개편 방향																																								
금융투자소득 도입 (22년 시행)	- 연간 이자·배당소득 합계액이 2천만원 초과인 경우 종합과세 - 소득 원천별로 과세 - 주식 양도소득: 대주주 여부, 중소기업 여부 및 보유기간 등에 따라 10~30% 세율로 차등 과세 - 대주주 주식양도소득 세율: (과표 3억원 이하) 20%, (3억원 초과) 25%, (1년 미만 보유) 30% - 채권 양도소득, 소액주주 상장주식 양도소득 비과세	- 금융투자소득(자본시장법상 금융투자상품으로 발생하는 모든 소득) 분류과세 - 채권 양도소득 과세 (22년) - 소액주주 상장주식 양도소득 과세 (23년) - 과세기간별로 모든 금융투자상품의 소득금액 및 손실금액 합산 - 국내 상장주식 양도소득 2,000만원 공제 - 해외주식·비상장·주식·채권·파생상품 소득은 하나로 묶어서 250만원 공제 - 금융투자소득 세율: (과표 3억원 이하) 20%, (3억원 초과) 6천만원 + (3억원 초과액 x 25%)																																								
증권거래세 조정 (22년~23년 시행)	- 기본세율 0.45%, 증권시장에서 거래되는 주식에 대해 탄력세율 (0.1~0.25% 적용) <table><tr><th rowspan="2">구분</th><th colspan="3">장내거래</th><th colspan="3">장외거래</th></tr><tr><th>코스피</th><th>코스닥</th><th>코넥스</th><th>상장주식</th><th>비상장주식</th><th>K-OTC</th></tr><tr><td>세율</td><td>0.25%</td><td>0.25%</td><td>0.10%</td><td>0.45%</td><td></td><td>0.25%</td></tr></table> *농어촌특별세 0.15% 포함	구분	장내거래			장외거래			코스피	코스닥	코넥스	상장주식	비상장주식	K-OTC	세율	0.25%	0.25%	0.10%	0.45%		0.25%	증권거래세 0.1%p 인하: - (22년) 0.02%p 인하 - (23년) 0.08%p 인하 <table><tr><th rowspan="2">구분</th><th colspan="3">장내거래</th><th colspan="3">장외거래</th></tr><tr><th>코스피</th><th>코스닥</th><th>코넥스</th><th>상장주식</th><th>비상장주식</th><th>K-OTC</th></tr><tr><td>세율</td><td>0.15%</td><td>0.15%</td><td>0.00%</td><td>0.35%</td><td></td><td>0.15%</td></tr></table> *농어촌특별세 0.15% 포함	구분	장내거래			장외거래			코스피	코스닥	코넥스	상장주식	비상장주식	K-OTC	세율	0.15%	0.15%	0.00%	0.35%		0.15%
구분	장내거래			장외거래																																						
	코스피	코스닥	코넥스	상장주식	비상장주식	K-OTC																																				
세율	0.25%	0.25%	0.10%	0.45%		0.25%																																				
구분	장내거래			장외거래																																						
	코스피	코스닥	코넥스	상장주식	비상장주식	K-OTC																																				
세율	0.15%	0.15%	0.00%	0.35%		0.15%																																				

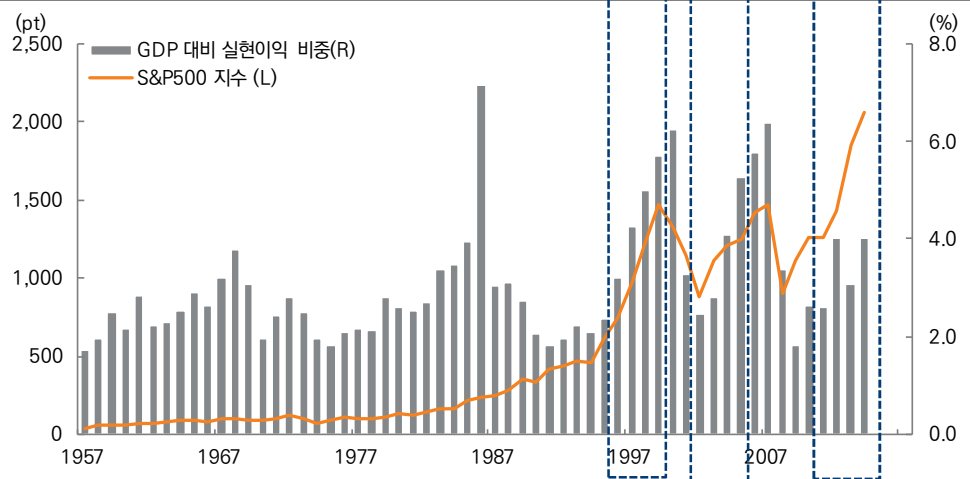
자료: 기획재정부, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 미국 자본이득세 최고 세율과 자본차익 실현 추이



자료: 미국 재무부, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 미국 자본이득세 GDP 대비 실현 이익 비중과 S&P500 지수 추이



자료: 미국 재무부, 미래에셋대우 리서치센터

하반기에는 실적 보다는 금융플랫폼의 가치 평가가 중요하게 부상

증권사들의 실적이 V자 반등에 성공했지만, 추가적인 개선 여부는 의문이다.

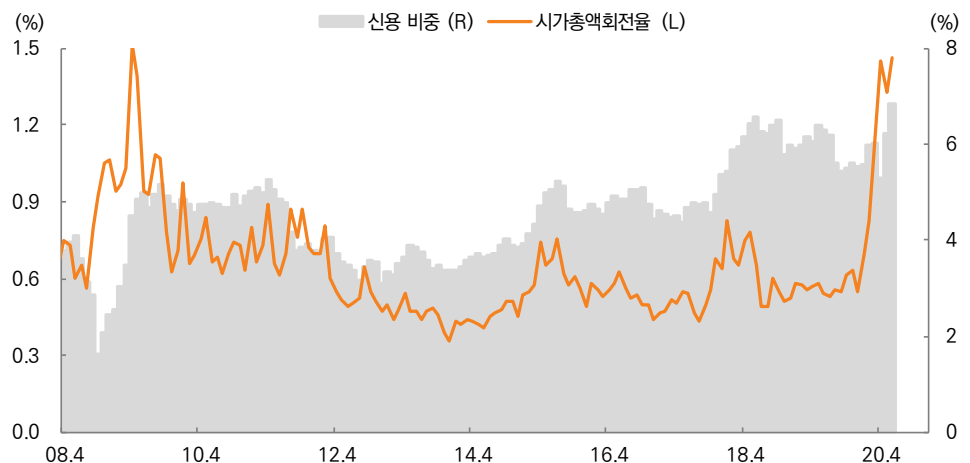
2분기 실적 개선을 이끈 요인은 1) 거래대금 급증, 2) 채권 운용 호조, 3) 고유자산 평가 회복, 4) ELS 헤지 손실 회복으로 압축된다.

가장 큰 요인이었던 국내외 주식 증개 거래대금은 지수 상승 속도가 둔화될수록 감소할 것이다. 시중 금리가 하락할 뻔은 소진되고 있다. 추가적인 금리 하락 역시 경기 침체의 심화를 의미하기 때문에 채권운용이익의 증가는 다른 부문의 부진으로 상쇄되어 버릴 것이다.

개별적으로는 일부 증권사들이 사모펀드의 불완전 판매 이슈에 따른 손실 부담 가능성이 남아있다. 시가평가하지 않고 있는 고유자산들 중 수익성 회복이 나타나지 않는 경우 연말 결산에 압박할수록 손실 처리의 압박이 커질 것이다. 글로벌 주가지수 상승에 후행해서 ELS 조기 상환이 소폭 늘어날 수 있는 정도가 가시적인 증익의 요인이다.

이익의 흐름을 단순하게 기술하면 ‘1분기 침체 → 2분기 회복 → 3분기 둔화 → 4분기 불확실성 확대’로 요약할 수 있다.

그림 12. 시가총액 회전율과 신용비중 추이



자료: Quantwise, 미래에셋대우 리서치센터

하반기로 갈수록 실적 보다는 금융업종의 Digitalization의 가속화와 이에 따른 투자자산의 평가가 중요해 질 것이다.

2020년을 기점으로 네이버파이낸셜과 카카오페이증권 등 금융플랫폼이 본격적으로 영업을 시작하면서 그 파급과 Valuation에 대한 관심이 고조되고 있다. 더불어 코로나19 사태를 계기로 확산되는 언택트 문화의 확산과 소비 채널의 변화는 금융업의 Digitalization을 촉진하는 좋은 토양을 제공하고 있다.

금융산업의 수익 = f(금융자산의 규모, 회전율, Margin)으로 단순화 할 수 있다.

플랫폼이 금융업에 진입한다고 해서 시중의 금융자산이 늘거나 줄어들지는 않는다. 금융상품의 경우 추가적인 소비(자산 회전율)가 일어나지 않는다. 일반적으로 물건을 구매하는 경우는 이를 소비하면서 필요, 욕구가 충족되고 재구매 및 반복소비가 일어날 수 있다. 하지만 금융상품을 반복구매하거나 구매의 편의성이 높아진다고 해서 소비가 늘어난다고 보기는 어렵다.

결국 Margin을 늘려야 하는데 이는 기존 시장을 잠식하거나, Margin에 내포된 비용을 줄이는 형태가 될 수 밖에 없다.

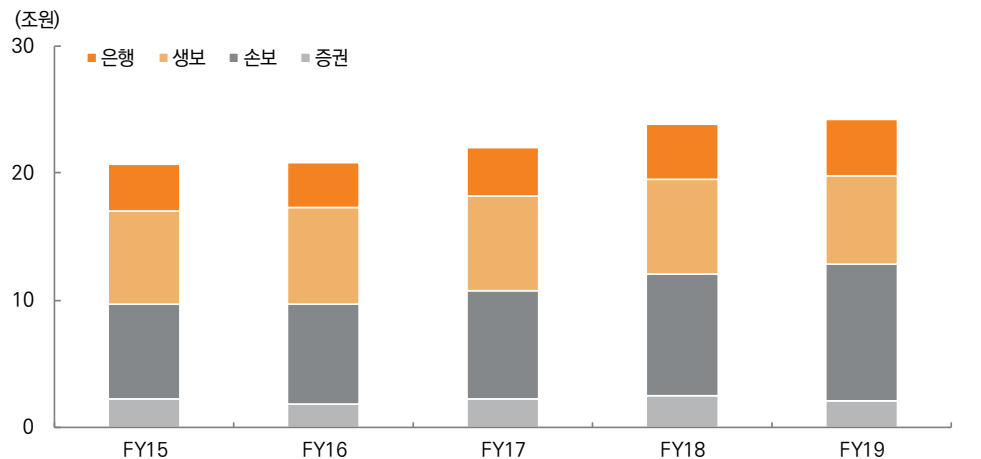
즉 플랫폼이 진입한다고 해도 기존 시장 중에서 중개비용을 대체하는 것이지 새롭게 시장을 넓히거나 재창조하기 어려운 한계를 지닌다. 바꿔 말하면 금융플랫폼의 진입은 기존 금융사와 제로섬의 관계가 될 수 밖에 없다. 적절히 대처를 하지 못하면 경쟁 지위의 심각한 위협에 처할 것이다.

아래 그림은 이러한 대체가능한 수익(명시적인 수수료 및 고객이 부담하는 중개 비용)의 규모를 나타낸다. 전체 규모는 연간 24조원 이다. 보험의 경우 신계약비 및 상각비, 증권은 위탁중개 수수료 및 펀드 판매수수료, 은행은 방카슈랑스 및 펀드 판매수수료와 함께 핵심 수익인 순이자수익 중 일정 비중을 가정하였다.

이 시장을 금융플랫폼이 5% 대체하고, 영업이익율이 50%라 가정하면 10조원에 이르는 Valuation이 가능하다. 금융 플랫폼에 JV 형태로 지분을 보유하고 있는 금융사, 증권사들에 대한 평가도 이를 반영해야 하는 시점이 다가오고 있다.

(자세한 내용은 6월 23일 발간 Report “금융플랫폼 어떻게 평가할 것인가?_Volume II”를 참조바람)

그림 13. 주요 금융업종의 금융상품 중개 수익 추정¹



자료: FISIS, 미래에셋대우 리서치센터

¹ 대체 시장 가정

- 증권사의 수수료 수익은 위탁중개 수수료(기관 및 외국인 제외)+펀드판매보수+자산관리 수수료
- 보험사는 판매비(이연 및 상각 반영한 신계약비+대리점 수수료)에서 은행 대상 방카슈랑스는 제외
- 은행은 방카슈랑스 및 펀드 판매보수에 더해 가계여신에서 창출되는 이자수익의 일정 수준(10%를 가정)을 대체시장으로 가정, 가계여신 대비 35bp 수준으로 여타 금융상품의 판매보수를 고려하면 낮게 설정

표 3. 증권업 Valuation Table

(십억원, 원, x, %)

		키움증권	한국금융투자	삼성증권	NH투자증권
투자조건		매수	매수	Trading Buy	매수
목표주가(원)		100,000	75,000	35,000	12,500
현재주가(원)		92,800	45,000	27,800	8,610
상승여력(%)		7.8	66.7	25.9	45.2
EPS (원)	12/18	7,609	8,491	3,741	1,202
	12/19	14,287	13,961	4,387	1,584
	12/20F	13,528	5,527	4,202	1,209
	12/21F	12,091	9,316	3,594	1,169
	12/22F	12,483	9,649	4,063	1,360
BPS (원)	12/18	80,363	57,987	52,207	16,810
	12/19	87,976	79,192	55,422	17,934
	12/20F	98,830	82,108	57,844	18,728
	12/21F	105,256	87,725	60,138	19,455
	12/22F	111,909	93,762	62,851	20,316
P/E (배)	12/18	10.3	7.0	8.4	10.9
	12/19	5.6	5.2	8.8	8.0
	12/20F	6.9	8.1	6.6	7.1
	12/21F	7.7	4.8	7.7	7.4
	12/22F	7.4	4.7	6.8	6.3
P/B (배)	12/18	0.97	1.03	0.60	0.78
	12/19	0.90	0.91	0.70	0.71
	12/20F	0.94	0.55	0.48	0.46
	12/21F	0.88	0.51	0.46	0.44
	12/22F	0.83	0.48	0.44	0.42
ROE (%)	12/18	10.7	13.1	7.4	7.3
	12/19	16.7	19.0	8.2	9.1
	12/20F	14.2	6.8	7.4	6.4
	12/21F	11.6	10.9	6.1	5.9
	12/22F	11.3	10.6	6.6	6.6
순이익 (십억원)	12/18	193	523	334	361
	12/19	363	860	392	476
	12/20F	344	340	375	363
	12/21F	307	574	321	351
	12/22F	317	594	363	408
배당성향 (%)	12/18	24.7	20.2	37.4	41.7
	12/19	16.0	19.7	38.7	31.6
	12/20F	16.0	39.5	30.9	34.4
	12/21F	19.3	25.5	37.6	40.0
	12/22F	19.4	24.6	33.2	38.2
배당수익률 (%)	12/18	1.9	3.0	4.4	3.8
	12/19	2.5	4.0	4.4	3.9
	12/20F	1.9	5.1	4.7	4.6
	12/21F	2.2	5.6	4.9	5.2
	12/22F	2.3	5.6	4.9	5.8

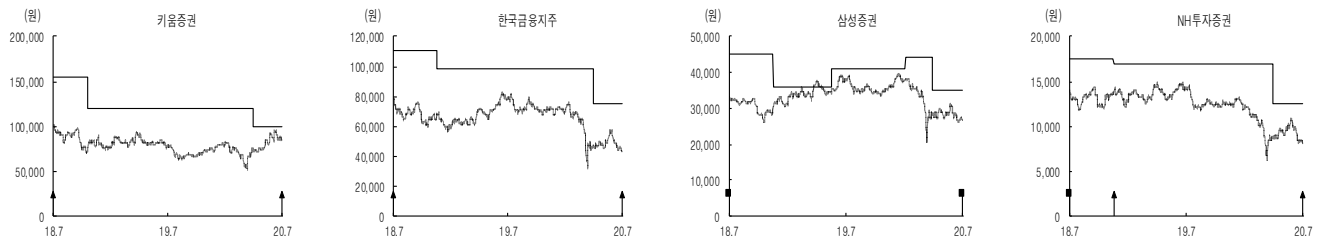
주: 2020년 7월 13일 종가 기준

자료: 각 사, Quantwise, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	평균주가대비
키움증권(039490)					2020.04.10	Trading Buy	35,000	-	-
2020.04.10	매수	100,000	-	-	2020.01.16	Trading Buy	44,000	-26.17	-12.95
2019.10.30	1년 경과 이후		-	-	2019.05.29	Trading Buy	41,000	-11.61	-3.41
2018.10.30	매수	120,000	-34.77	-21.67	2018.11.29	Trading Buy	36,000	-5.87	4.31
2018.04.11	매수	155,000	-35.08	-16.45	2018.08.15	1년 경과 이후		-	-
한국금융지주(071050)					2017.08.15	Trading Buy	45,000	-17.98	-2.44
2020.04.10	매수	75,000	-	-	NH투자증권(005940)				
2019.11.29	1년 경과 이후		-	-	2020.04.10	매수	12,500	-	-
2018.11.29	매수	98,000	-28.99	-15.82	2019.11.29	1년 경과 이후		-	-
2018.05.15	매수	110,000	-32.71	-10.82	2018.11.29	매수	17,000	-22.05	-12.35
삼성증권(016360)					2018.05.15	Trading Buy	17,500	-21.26	-2.57

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
76.22%	11.59%	11.59%	0.60%

* 2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.