

# 증권

Overweight  
(Maintain)

2016. 4. 19

## 증권주 관심 필요한 이유

단기 증권주 모멘텀은 글로벌 경기 반등 기대와 주요국 통화정책 공조입니다. 이와 함께 업계 구조조정 및 구조 개편에 따른 효율화와 낮은 밸류에이션이 주가에 긍정적으로 작용할 전망입니다. 1분기 증권사 순이익은 시장 컨센서스를 하회하나, 연초 증폭됐던 우려대비 견조한 수준을 달성할 예상입니다. 업종 Top Pick으로 한국금융지주를 유지하고 관심종목으로 미래에셋증권을 제시합니다.



증권/보험  
Analyst 김태현  
02) 3787-4904  
thkim@kiwoom.com

키움증권 

## Contents



I. 1Q16E PREVIEW: 우려대비 양호한 실적	3
II. 증권주 모멘텀은 거시환경에서!	7
> 단기 증권주 모멘텀은 글로벌 경기 반등 기대	7
> 미국 은행, Trading 수익 예상 대비 양호했다	9
III. 증권업 업황은…	11
> 판관비율 63%	11
> 본격화되는 업계 구조 개편	12
IV. 증권업 투자의견 및 TOP PICKS	15

- 당사는 4월 18일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료는 4월 19일 당사 홈페이지 ([www.kiwoom.com](http://www.kiwoom.com))에 공표된 자료입니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 단기적으로 증권주 관심 필요

## &gt;&gt;&gt; 1Q16E Preview: 우려대비 양호한 실적

1분기 증권사 순이익(지배주주, 당사 커버리지 6개사 합산 기준) 3,066억원(-40.6%YoY, +270.3%QoQ)로 전년 동기비 감익하나, 전분기 대비 2.7배 증가하며 6%에 근접한 이익 창출력을 회복할 전망이다. 시장 컨센서스 대비 12% 하회하는 실적이나, 1월 글로벌 증시 변동성이 확대되며 증권사 운용손익에 대한 우려가 증폭됐었다는 점을 감안하면 우려 대비 견조한 이익이라 판단한다. 전년동기비 이익 감소와 전분기 대비 이익 증가의 가장 큰 Swing Factor는 상품운용이익이다. 1분기 증권사별 이익 차별화는 크지 않다.

## &gt;&gt;&gt; 증권주 모멘텀은 거시환경에서!

2분기 증권주 모멘텀은 국내보다 해외 환경변화에 기인한다. 단기적으로 증권주 모멘텀은 1) 주요국 통화정책 공조 하의 미국의 6월 기준금리 인상과 2) 글로벌 경기 반등 조짐(특히 중국과 미국), 3) 경기회복을 위한 한은의 기준금리 인하 기대이다. KOSPI가 2000pt를 넘나드는 수준에서 현재 증권주의 낮은 밸류에이션이 점차 부각될 전망이다. 미국은행들의 기대 대비 양호한 1분기 실적 분위기가 국내 증권사 실적 발표 시에도 이어질 수 있을 것으로 예상한다.

## &gt;&gt;&gt; 증권업 업황과 투자의견

업계 구조 개편이 본격화되고 있다. 지난 2~3년간 지속되어 온 증권업계의 사업비 효율화 노력과 본격화되는 업계 구조 개편이 증권사의 지속가능 ROE 제고 기대와 맞물려 증권주 매력을 부각시킬 것이다. 게다가 정부의 지속적인 자본활성화 정책 발표는 투자심리에 긍정적으로 작용 가능하다. 다만, 매도파생결합증권과 우발채무로 인한 우려와 불확실성은 글로벌 금융시장 변동성 확대 시 증권주 주가 조정 빌미로 작용할 수 있다.

증권업에 대한 투자의견 Overweight를 유지한다. 1) 장기적인 저금리와 인구 고령화에 따른 투자 수요 증대 환경은 증권업에 우호적이며, 2) 현재 밸류에이션은 증권사의 Trading 이익 변동성을 감안해도 충분히 낮은 수준이기 때문이다.

업종 Top Pick으로 한국금융지주를 유지하며, 관심종목으로 미래에셋증권을 제시한다.

# I. 1Q16E Preview: 우려대비 양호한 실적

1분기 증권사 순이익(지배주주 순이익, 당사 커버리지 6개사 합산 기준) 3,066억원(-40.6%YoY, +270.3%QoQ)로 전년동기비 감익하나, 전분기 대비 2.7배 증가하며 6%에 근접한 이익 창출력을 회복할 전망이다. 시장 컨센서스 대비 12% 하회하는 실적이나, 1월 글로벌 증시 변동성이 확대되며 증권사 운용손익에 대한 우려가 증폭됐었다는 점을 감안하면, 우려 대비 견조한 이익이라 판단한다.

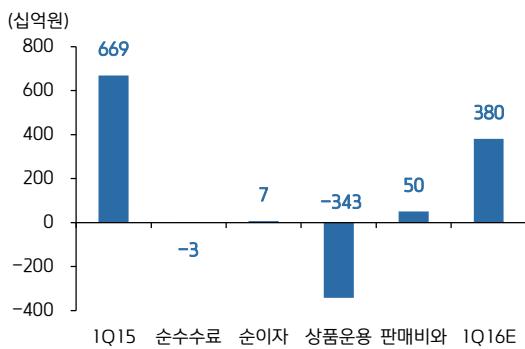
전년동기비 이익 감소와 전분기 대비 이익 증가의 가장 큰 Swing Factor는 상품운용이익이다. 작년 상반기엔 1) 글로벌 통화완화정책 공조 하에 한은이 2차례 금리 인하를 하며 증권사 보유한 채권 평가 이익이 증가하고 2) 시중금리(국고채 3년물 기준)가 2% 밑을 하회하면서 중수익-중수위 상품인 ELS로의 Money Move가 일어났다. 전분기 대비 이익 증가는 4분기 증권사의 결산비용이 집중된데 따른 기저효과가 크다

**커버리지 6개 증권사 합산 1Q16 실적 전망** (단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	%YoY	%QoQ	컨센서스	FY15P	FY16E	%YoY
순영업수익	1,518	1,712	1,228	898	1,179	-22.3	31.3		5,357	5,000	-6.7
순수수료순익	614	796	727	608	612	-0.4	0.6		2,746	2,533	-7.7
순이자이익	582	589	630	569	589	1.1	3.5		2,370	2,450	3.4
상품운용+기타이익	321	327	-129	-279	-21	적전	적유		241	17	
판매비와관리비	849	898	797	780	799	-5.9	2.4		3,325	3,223	-3.1
영업이익	669	814	431	118	380	-43.1	222.3		2,032	1,778	-12.5
세전이익	687	806	448	116	398	-42.0	243.3		2,057	1,820	-11.5
당기순이익	519	617	354	82	312	-39.9	280.1		1,572	1,410	-10.3
지배주주순이익(연결순이익)	516	625	355	83	307	-40.6	270.3	347	1,579	1,390	-11.9
ROE	11.4	13.4	7.3	1.6	5.9	-5.4	4.3		8.1	6.6	-1.5

자료: 증권업계, 키움증권

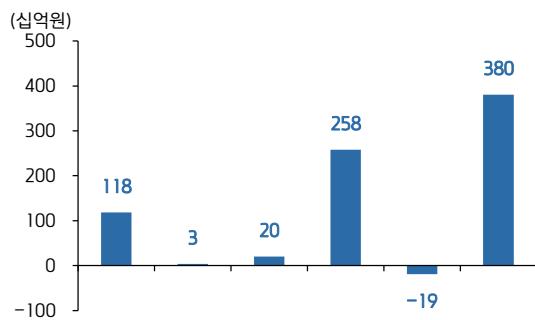
**전년동기비 실적 감소의 주요인은 상품운용이익**



주: 판관비 +의 의미는 전년동기비 감소 의미

자료: 키움증권

**전월비 실적 증가의 주요인도 상품운용이익**



주: 판관비 -의 의미는 전분기비 증가 의미

자료: 키움증권

수탁수수료 수익은 3,727억원으로 전년동기비 12.6% 증가하나, 전분기 대비 -3.2% 감소할 전망이다. 1Q16 일평균거래대금(KOSPI+KOSDAQ 기준)은 7.9조원으로 전분기대비 0.1조원 감소했다. 여기에 지점을 통한 거래 대비 On line 거래 비중이 증가하며 수수료율도 전분기 대비 2~3bp 하락할 전망이다.

금융상품 수수료 수익은 점진적인 증가세를 이어갈 전망이나, 큰 폭의 증가는 아니다. IB관련 수수료 수익은 ECM 부분의 Deal이 많았던 NH투자증권과 DCM영업 호조와 부동산 구조화 금융 강화로 한국금융지주가 전분기 대비 양호한 실적을 시현할 전망이다.

증권사별 이익 차별화는 크지 않다. 한국금융지주는 자회사 실적이 더해지면서, NH투자증권과 대우증권은 상품 운용 수익으로 상대적으로 이익 규모는 크나, 차이가 크지 않을 예상이다. 컨센서스와 차이가 크지 않은 증권사는 NH투자증권과 한국금융지주다. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 대부분 증권사의 1분기 실적은 1월 글로벌 시장 변동성 확대 국면 시 시장에서 우려했던 실적보다는 양호한 수치이다.

#### 개별 증권사별 1Q16 실적 전망

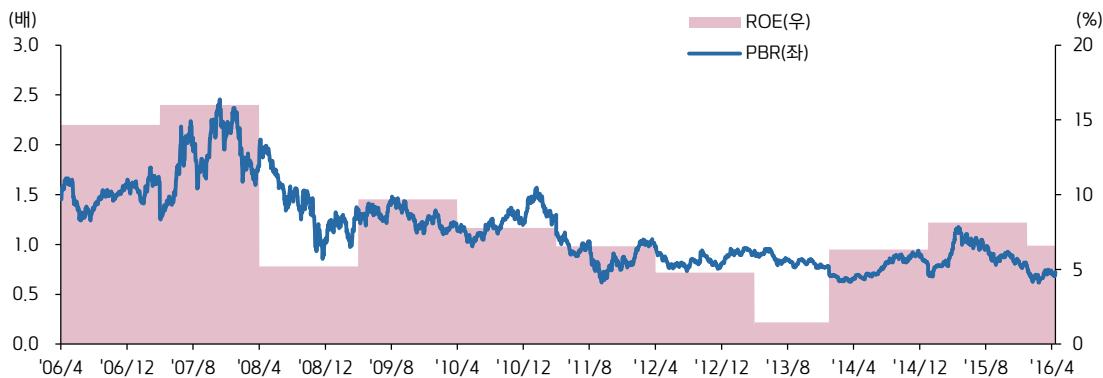
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	%YoY	%QoQ	컨센서스
<b>NH 투자증권</b>	순영업수익	319	314	306	139	262	-17.9	88.1
	영업이익	123	106	95	-10	77	-37.2	흑전
	당기순이익	84.4	77.1	64.5	-11.0	55.5	-34.3	흑전
	ROE	7.7	6.9	5.7	-1.0	5.0	-2.7	5.9
<b>대우증권</b>	순영업수익	302	313	219	170	200	-33.8	17.4
	영업이익	143	154	82	25	65	-54.6	156.5
	당기순이익	111	118	55	14	51	-53.9	263.1
	ROE	10.6	11.1	5.1	1.3	4.7	-5.9	3.4
<b>삼성증권</b>	순영업수익	262	340	204	189	211	-19.7	11.3
	영업이익	112	174	60	31	64	-42.6	110.0
	당기순이익	83	124	45	22	47	-43.2	114.0
	ROE	9.7	14.2	5.0	2.5	5.4	-4.3	2.9
<b>미래에셋 증권</b>	순영업수익	155	146	101	76	132	-14.5	75.0
	영업이익	72	64	24	-12	45	-37.7	흑전
	당기순이익	68	55	44	3	40	-42.0	1,271.5
	ROE	11.5	9.0	7.1	0.4	4.6	-6.8	4.2
<b>한국금융지주</b>	순영업수익	273	337	213	179	232	-15.0	29.7
	영업이익	130	176	76	3	75	-42.0	2,721.1
	당기순이익	104	149	75	-3	65	-37.8	흑전
	ROE	14.4	19.8	9.5	-0.4	8.1	-6.3	8.6
<b>메리츠 종금증권</b>	순영업수익	207	262	187	145	143	-31.0	-1.6
	영업이익	89	141	94	82	53	-39.8	-34.5
	당기순이익	65	102	71	58	48	-25.4	-16.7
	ROE	29.2	39.3	19.7	13.7	11.4	-17.8	-2.2

자료: 증권업계, 기음증권

16년 증권사들의 이익은 12% 감소할 예상이다. 주로 상품운용수익 수익 감소에 기인한다. 브로커리지 수익도 일평균거래대금 감소(15년 일평균거래대금(KOSPI+KOSDAQ 합산 기준, 8.9조원→ 16년 예상 8.1조원)와 업계 경쟁에 따른 수수료율 인하로 9% 감소할 예상이다. WM(ELS판매 수수료 제외 기준)은 3%증가가, IB관련 수수료는 구조화증권 잔액 증가와 하반기 인수금융 활성화 영향으로 13% 증가 할 것으로 예상한다.

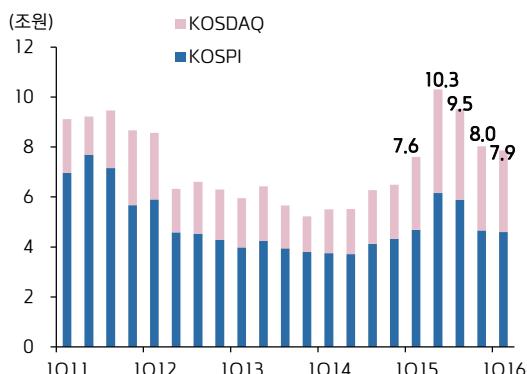
올해 이익은 감익이 예상되나 ROE를 감안한 PBR수준은 이를 감안해도 낮은 수준이다. 당사는 16년 증권사 ROE(당사 커버리지 6개사 합산 기준)를 6.6%로 예상한다. 현재 PBR 0.7배는 미국 기준금리 인상에 따른 불확실성과 ELS 관련 우려를 반영한 밸류에이션으로 2008년 금융위기 시 때보다 낮은 수준이다. 1월 이후 전세계적인 완화적 통화정책 공조와 글로벌 경기 반등 기대를 감안하면 추가 하락 가능성보다 상승 가능성이 높다.

### 증권사 ROE와 PBR 추이



주: 당사 커버리지 6개사 합산 기준, PBR은 12M Forward 기준, 자료: 키움증권

### 분기별 일평균 거래대금 추이



자료: Fnguide, 키움증권

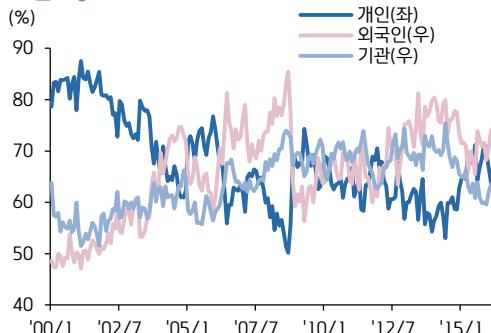
### 주식시장 일평균 거래대금과 증권업지수 추이



주: 일평균거래대금은 KOSPI+KOSDAQ 합산 기준

자료: Fnguide, 키움증권

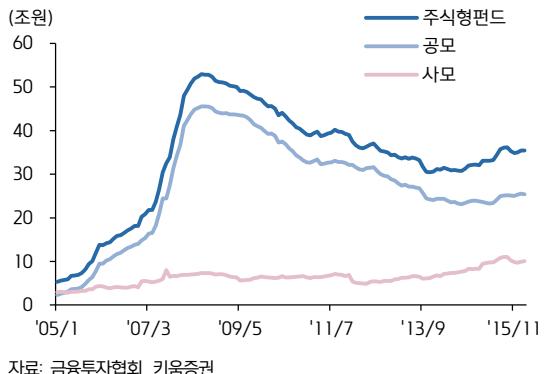
### 매매주체별 주식 거래대금 비중: 개인비중 4Q15 69.9%→1Q16 65.0%



주: KOSPI+KOSDAQ 합산 기준

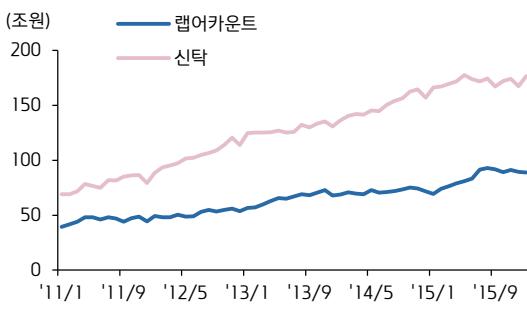
자료: Fnguide, 키움증권

### 증권사 주식형펀드 판매 잔고 추이



자료: 금융투자협회, 키움증권

### 증권사 랩어카운트 및 신탁 잔고 추이



자료: 금융투자협회, 키움증권

### 분기별 ELS 발행액 추이



자료: 예탁결제원, 키움증권

### 분기별 ELS 상환액 추이



자료: 예탁결제원, 키움증권

### 고객예탁금 추이



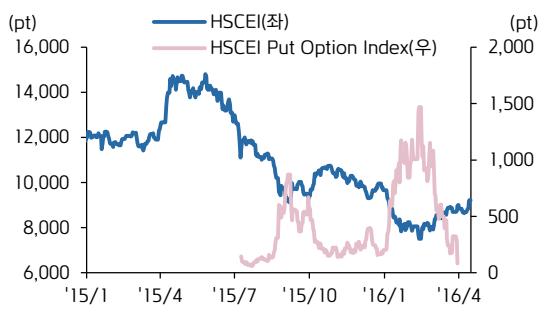
자료: Fnguide, 키움증권

### 신용공여 추이



자료: Fnguide, 키움증권

### 홍콩 HSCEI 지수와 Put Option Index 추이



주: Put Option은 2016년 3월 30일 만기, 9000pt 기준

자료: Bloomberg, 키움증권

### 시중 금리 추이



자료: Fnguide, 키움증권

### 금리 스프레드 추이



주: 장단기스프레드는 국고채 10년물금리 - 국고채 3년물 금리,

신용스프레드는 회사채 BBB- ~ AA-

자료: Fnguide, 키움증권

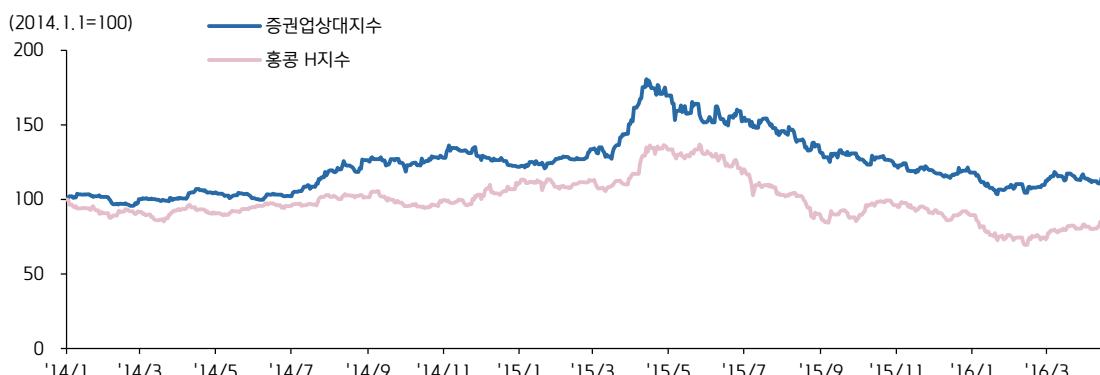
## II. 증권주 모멘텀은 거시환경에서!

### >> 단기 증권주 모멘텀은 글로벌 경기 반등 기대

2분기 증권주 모멘텀은 국내보다 해외 환경변화에 기인한다. 가장 큰 요인은 1) 통화정책에 대한 글로벌 공조와 2) 실물 경기 반등 기대다.

연초 증권주 주가는 글로벌 금융시장 변동성 확대로 인한 금융위기 공포로 급락했다면, 2~3월 증권주 반등은 통화정책에 대한 글로벌 공조와 유가 안정화, 경제 지표 반등 기대가 주요했다.

#### 증권업 상대지수와 HSCEI 지수 추이



주: 증권업 상대지수는 KOSPI대비 기준임

자료: Fnguide, 키움증권

#### 증권업 상대지수와 금리 추이



주: 당사 커버리지 6개사 합산 기준, PBR은 12M Forward 기준, 자료: 키움증권

단기적으로 증권주 모멘텀은 1) 미국의 6월 기준금리 인상과 2) 글로벌 경기 반등 기대(특히 중국과 미국), 3) 경기회복을 위한 한은의 기준금리 인하 기대이다.

미국의 6월 기준금리 인상은 단행 시 경기회복의 시그널로 인식될 수 있다는 점에서 악재보다는 호재로 작용될 여지가 크다. KOSPI가 2000pt를 상회한 상황에서 중국의 MSCI 지수 편입(6월 발표 예정), 영국의 EU탈퇴 국민투표(6/23)와 결부된 브렉시티 우려가 간헐적으로 조정의 빌미를 제공해 줄 수 있으나, 증권주는 조정 시 매수 관점이 유효하다.

2분기 중국과 미국의 경제 지표는 양호할 전망이다.

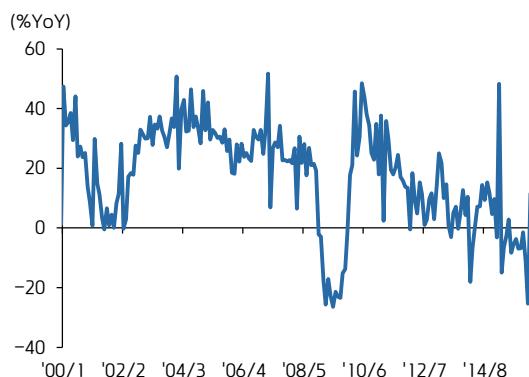
중국은 전인대에서 확인된 경기 부양적인 정책 스탠스가 경제 지표로 가시화될 예상이다. 3월 중국 제조업/비제조업 PMI지수가 동반 반등했고, 수출은 전년동월비 11.5% 증가했다. 수출 증가 폭은 기저효과 영향이 커지만, 시장 예상치를 상회했다. 특히, 세부 지표 중 원자재 수입이 증가하며 향후 산업 생산 지표 개선을 기대케 했다. 또한 시장 예상치와 부합한 1분기 중국 GDP 성장률은(6.7%YoY) 중국 정부의 강한 재정정책 활용을 입증했다. 국영자산 고정자산 투자 증가율이 23.3%까지 상승했기 때문이다. 중국 정부가 M2증가율 목표를 작년 12%에서 올해 13%로 상향하면서 유동성 여건도 개선될 여지도 있다.

중국 PMI 구매관리자 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

중국 수출 증감율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

중국 국영기업 고정자산투자 증감율 추이



자료: CEIC, 키움증권

중국 M2 증감율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

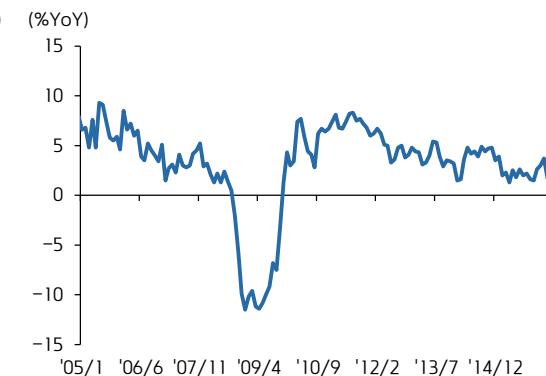
미국은 3월 ISM지수가 확장세로 전환됐고, 비제조업 경기도 동반 반등했다. 3월 산업생산은 시장 기대 (0.1%MoM 감소) 대비 큰 0.6%MoM 감소하며 부진한 모습을 보였으나, 최근 달러 약세와 유가안정화, 확정세로 전환된 제조업 지수를 감안하면 바닥을 다지는 것으로 판단된다. 미 연준도 베이지북 발표를 통해 2개월 전 대비 소비, 기업투자, 제조업 경기가 모두 완만히 개선되었음을 언급했다.

#### 미국 ISM 제조업지수와 산업생산 증감율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

#### 미국 소매판매 증감율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

글로벌 경기 반등 기대와 정책 공조, 계절적 요인으로 인한 유가 안정화가 증시에 우호적 투자심리로 작용하며, 증권주 투자심리 개선도 이끌 것이다. KOSPI가 2000pt를 넘나드는 수준에서 현재 증권주의 낮은 밸류에이션은 점차 부각될 전망이다.

#### >>> 미국 은행, Trading 수익 예상 대비 양호했다

1분기 미국 주요 은행의 예상을 상회하는 실적도 주목할 필요가 있다. 연초부터 글로벌 금융주 주가는 부진했다. 장기적인 금리 인하에 따른 마이너스 금리 시대 도래와 연초 글로벌 경제 둔화 우려 증폭에 따른 금융시장 변동성 확대가 은행들 실적 악화 우려로 연결됐기 때문이다.

전주부터 본격적으로 발표된 미국 주요 은행들의 실적은 전년동기비 부진했지만, 시장 예상치를 상회했다. 트레이딩 수익 부분에서의 우려 대비 실적 호조, 비용절감 노력 등이 시장 예상치를 상회하는 실적으로 연결됐다.

금융기관 수익에 부정적인 환경 전개로 은행주 실적에 대한 우려가 극대화된 시점에서, 이와 같은 미국 은행주 실적은 우려를 다소나마 완화하는데 기여했다. 이와 같은 분위기는 1분기 국내 증권사 실적 발표 시에도 비슷할 것으로 예상된다.

## 미국 은행 1분기 실적 발표

업체명	1Q16 EPS	1Q16 EPS (예상치)	예상치 대비	%YoY	%QoQ	비고
JP Morgan Chase & Co.	\$1.35	\$1.27	\$0.08	-6.9%	2.3%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Trading 부문 수익 예상치 상회(YoY -11% 기록, 예상치 YoY -15% 상회)</li> <li>에너지 부문 손실에 따른 충당금 예상치 부합(~\$500mn)</li> <li>전반적인 대출 및 예금 증가(순이자마진 NIM +7bp 증가, 예금 전분기 대비 +\$42bn 증가)</li> <li>비용절감 효과 (\$13.9 bn, 컨센서스 \$14.3 bn)</li> </ul>
Wells Fargo	\$0.99	\$0.97	\$0.02	-4.8%	-2.9%	<ul style="list-style-type: none"> <li>GE 320 억 달러 규모 금융부문 인수에 따른 비용 증대, 예상치 상회(\$13bn, 예상치 \$12.6 bn)</li> <li>에너지 섹터에 대한 충당금 손실, 예상치 상회(\$500mn에서 \$1.7bn로 충당금 증가)</li> </ul>
Bank of America	\$0.21	\$0.27	-\$0.06	-22.2%	-25.0%	<ul style="list-style-type: none"> <li>FICC 트레이딩 부문 전년대비 17% 감소, Equity 트레이딩 부문 전년대비 11% 감소로 시장 예상치 하회</li> <li>에너지 섹터에 대한 충당금 손실 시장 예상치 부합(\$525mn), NIM, NII 또한 시장 예상치 부합</li> </ul>
Black Rock	\$4.25	\$4.29	-\$0.04	-13.1%	-10.5%	<ul style="list-style-type: none"> <li>주식시장상황 악화에 따른 주식운용 수익 감소(올 초부터 S&amp;P 500 Index 약 2% 증가, Black Rock Share는 2% 조금 상회하는 수치)</li> <li>Assets under management (AUM) 수치 연초 대비 감소(\$4.73 trillion, 연초대비 2% 감소)</li> <li>대규모 구조조정에 7 천 600 만 달러 예산 책정(전체 인력의 3% 해당하는 400 명 감원 방침)</li> <li>EPS는 조정 EPS</li> </ul>
Citi	\$1.10	\$1.03	\$0.07	-27.2%	7.8%	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 투자은행부문, 2. 트레이딩 부문 손실. 결과적으로 전년대비 큰 폭 감소했으나 영업비용 절감으로 시장 예상치 상회</li> </ul>
Charles Schwab	\$0.29	\$0.29	\$0.00	31.8%	3.6%	<ul style="list-style-type: none"> <li>주된 증가 요인은 트레이딩 부문 수익 증가, 실적 대부분 시장 예상치 부합</li> </ul>

자료: 각 회사, 언론, 키움증권

### III. 증권업 업황은…

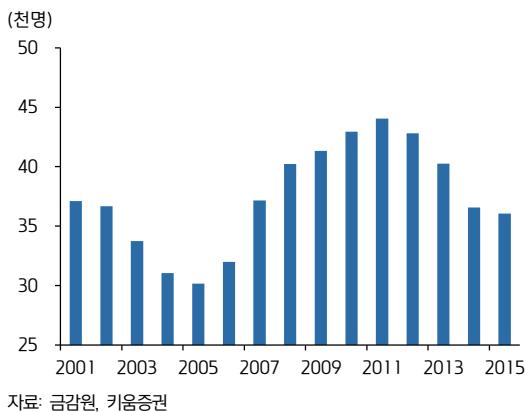
연초 증권주 급락을 야기한 것은 글로벌 금융시장 변동성 확대에 따른 운용 손실과 매도파생결합증권(ELS+DLS)과 채무보증에 대한 금융당국의 규제 강화였다. 상품 성격상 ELS 및 우발채무는 당분간 지속될 이슈로 글로벌 경제 부진 및 금융시장 변동성 확대 시 증권주를 압박하는 요인이 될 예상이다 다만, 단기적으론 글로벌 경기 개선 기대와 완화적 통화정책 스탠스로 인해 이 이슈는 수면 밑으로 가라앉을 전망이다.

이와 같은 우려보다는 2~3년간 지속되어 온 증권업계의 사업비 효율화 노력과 본격화되는 업계 구조 개편이 증권사의 지속가능 ROE 제고 기대와 맞물려 증권주 매력을 부각시킬 것이다. 정부의 지속적인 자본활성화 정책 발표도 투자심리에 긍정적으로 작용 가능하다.

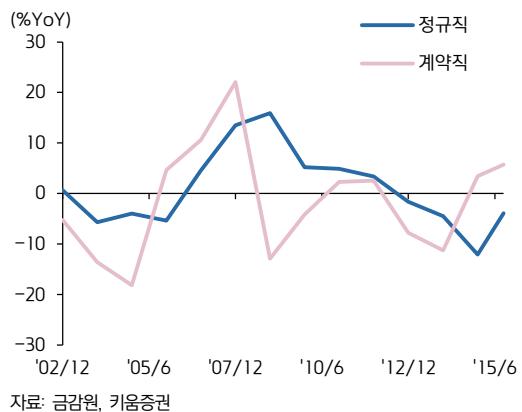
#### >> 판관비율 63%

2011년 이후 증권업계 임직원 수는 18% 감소했다. 2011년말 증권업계의 전체 임직원수는 4.4만명이었으나, 현재는 3.6만명에 불과하다(2015년 9월말 기준). 계속되는 증시 불황 속에 인력 구조조정이 본격적으로 진행됐고, 업황이 개선된 15년에도 인력 효율화는 지속되고 있다. 특히, 정규직은 꾸준히 감소한 반면 계약직은 14년부터 증가하기 시작해 향후 시장 상황에 따라 증권사는 인력을 유연하게 조정할 수 있는 틀을 만들었다.

증권사 임직원 수 추이

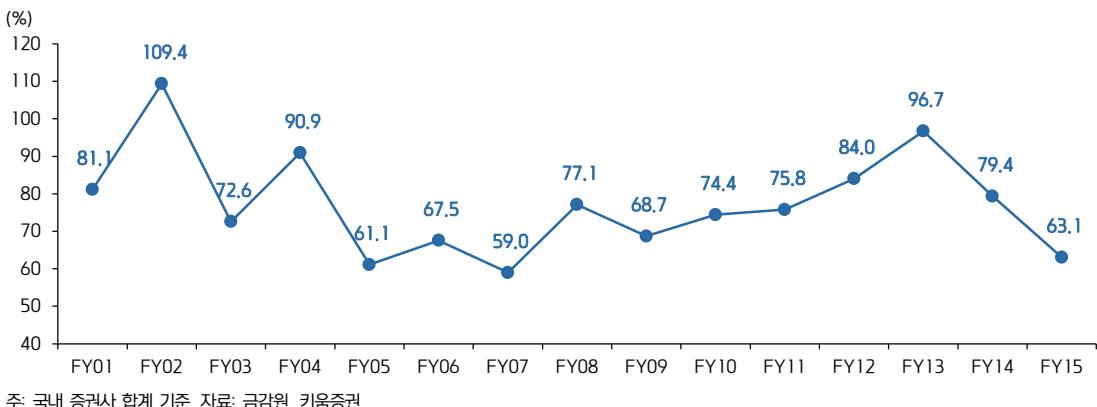


정규직과 계약직 증감율 추이



증권사 판관비의 63%(2015년, 증권사 합계 기준) 가 인건비임을 감안하면, 이와 같은 인력 효율화는 사업비 효율화와 직결되어 증권사 수익 개선 기대를 불러일으키고 있다. 현재 국내 증권사 합산 판관비율은 63%이며(2015년 9월말 기준), 본격화되는 업계 구조 개편을 감안하면 판관비율이 급격한 상승 할 가능성은 제한적이다.

### 증권업 판관비율 추이

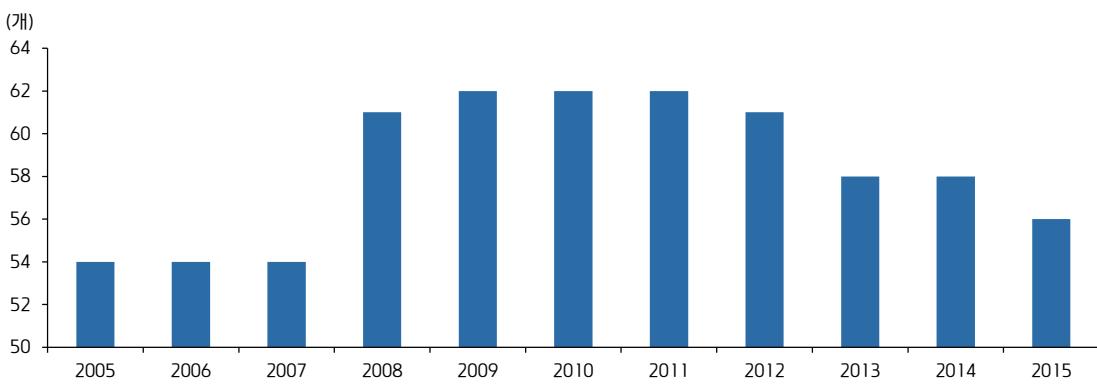


### >> 본격화되는 업계 구조 개편

2011년 62개에 달했던 증권사 수는 2015년 56개로 감소했다.

2008년 금융위기 이후 증권업계 불황이 장기적으로 이어지면서 2011년부터 학계와 정계를 중심으로 금융투자업 시장구조에 대한 이슈가 불어졌다. 논지는 선진국과 비교해 국내 증권사의 취약한 규모와 전문화 부진을 완전경쟁시장 구조에서 찾고, 향후 국내 증권업을 소수의 대형사와 다수의 중소형사 영역으로 시장을 분할해야 한다는 것이었다. 이후 증권산업 구조 개편을 위한 다수의 제도가 마련됐고, 이 중 대표적인 제도인 ‘신NCR제도’는 올해부터 본격적으로 도입됐다.

### 증권사 수 추이



### 2016년 본격적인 신NCR 제도(연결기준) 시행

#### ◎ NCR 산출체계 개편

[종전: 영업용순자본비율]	$\frac{\text{영업용순자본}}{\text{총위험}}$
[개편: 순자본비율]	$\frac{\text{영업용순자본} - \text{총위험액}}{\text{업무 단위별 필요 유지 자기자본}}$

#### ◎ 연결기준자기자본규제 제도 도입

- 적정시정조치의 기준비율  
순자본비율 100%이상 유지
- 순자본비율 50%이상~100%미만: 경영개선권고
- 순자본비율 0%이상~50%미만: 경영개선권고
- 순자본비율 0%미만: 경영개선명령

자료: 금감원, 키움증권

상위사간의 합병을 통한 대형화는 마무리 국면에 진입하고 있다. 우리투자증권(2013년)과 대우증권(2015년), 현대증권(2016년) 매각 및 M&A를 통해 상위 증권사의 대형화는 이미 완료됐거나, 진행 중이다. 이와 발맞추어 대형 IB의 육성을 위한 금융당국의 ‘기업금융 활성화 방안’은 조만간 발표될 예정이다.

중소형사의 청산, M&A를 통한 구조개편 등은 점진적으로 진행될 것이다. 신NCR제도와 레버리지 비율 규제, 단기금융시장에서의 중소형사 자금조달 수단 제한 등이 중소형 증권사 대주주 입장에서 증권업 영위 타당성을 제고케 하는 계기가 될 것이다. 특히, 1) 금융당국이 대형사를 위주로 시장을 개편하려는 의도와 2) IB와 결부된 자산영업이 가능한 대형사, 복합점포를 통해 은행 점포를 활용할 수 있는 은행계 증권사의 이점에서의 소외로 중소형 증권사는 특화되지 않는 한 성장의 기회가 제한될 것이다. 여기에 시중 금리가 상승하거나 신용리스크가 확대된다면, 자금 조달과 운용간의 Spread 축소는 불가피하고 이는 중소형 증권사의 수익성 악화와 직결될 수 있다.

#### 2016년 레버리지비율 규제 시행

◎ **레버리지 비율:** 총자산을 자기자본의 11배 이하로 제한, 16년부터 전 증권사 선물사 대상으로 시행

$$\text{레버리지비율} = \frac{\text{총자산(부채} + \text{자기자본)}}{\text{자기자본}} \times 100\%$$

※ 총자산에서 투자자예치금, 종금자산, 대손준비금, 일시계상미수금을 차감

자료: 금감원, 카움증권

## 글로벌 금융위기 이후 단기자금시장 변화와 정책

제도	시기	주요내용
단기금융시장의 담보콜거래 활성화 방안	2003년 9월	<ul style="list-style-type: none"> <li>채권시가평가시스템 구축 및 유동성 증대 촉진</li> <li>담보콜 결제시스템을 구축하고 결제리스크 관리 대책 강구</li> <li>담보콜거래 최장만기 연장</li> </ul>
통화정책 운용체계 개편	2008년 3월	<ul style="list-style-type: none"> <li>기준금리를 콜금리에서 한은 Repo금리로 결제</li> </ul>
코픽스 신규도입	2010년 1월	<ul style="list-style-type: none"> <li>대출시장에서 CD금리를 대신할 수 있는 코픽스를 신규 도입하여 2010년 2월 최초 공시</li> </ul>
콜시장 건전화 및 단기지표채권 육성 등을 통한 단기금융시장 개선방안 추진	2010년 7월	<ul style="list-style-type: none"> <li>증권사의 과도한 콜차입을 규제하고 제 2금융권 콜거래 규모 축소 및 콜시장의 은행간 시장 전환 필요성 검토</li> <li>Repo거래 인프라 개선 <ul style="list-style-type: none"> <li>- Repo거래 통합체결시스템을 도입하고 장외 Repo온라인 거래시스템 구축 및 기관간 Repo준계약서 사용활성화 지원</li> <li>- 증권금융의 장외 Repo 시장 조성자 기능을 도입하고 Repo담보채권의 대차거래 지원</li> </ul> </li> <li>기관간 Repo시장 참여기반 확충 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 펀드(MMF)간 Repo자전거래 예외 허용 기준 구체화</li> <li>- MMF의 동일인 총거래한도 계산 시 Repo매수거래 예외 인정</li> <li>- 금융회사간 대고객 Repo(Repo형 CMA)거래 제한</li> <li>- 한은 Repo대상기관 선정 시 기관간 Repo실적 반영비율 상향 조정</li> <li>- 단기국고채를 단기지표금리로 육성하고 통안채를 단기지표채권으로 활용</li> </ul> </li> </ul>
금융회사간 단기자금시장 구조적 개선방안	2011년 6월	<ul style="list-style-type: none"> <li>증권사의 콜머니 규모를 단계적으로 축소</li> <li>콜시장을 은행 중심으로 개편 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 2014년부터 제 2금융권의 콜시장 참여를 원칙적으로 제한하고 제 2금융권의 단기자금 조달 및 운용은 기관간 RP 및 전자단기사채시장 등으로 유도</li> </ul> </li> </ul>
단기금융시장 개선을 위한 Repo 및 전자단기사채 시장 활성화 방안	2012년 6월	<ul style="list-style-type: none"> <li>Repo거래 인프라 보완 <ul style="list-style-type: none"> <li>- Repo거래정보 실시간 공개시스템 구축(2012년 7월)</li> <li>- 담보부거래 편의성 제고를 위한 거래시스템 개선 및 펀드 통합거래체결 시스템 구축</li> <li>- 경쟁매매 체결방식을 도입하여 증권금융의 Repo거래 시장조성기능 강화</li> </ul> </li> <li>전자단기사채시장 조기활성화 여건 조성을 위해 금융기관간 전자단기사채 거래시스템 구축</li> <li>Repo채권여력이 부족한 중소증권사의 일시적 자금수요 지원</li> </ul>
CP시장 현황 및 대응방안	2012년 9월	<ul style="list-style-type: none"> <li>신용평가 제도 보완 및 정보 공개 강화 등을 통해 CP시장 투명성 제고</li> <li>CP발행에 대한 규제강화를 통해 회사채와의 규제 차익을 제거하고 과도한 발행을 억제</li> <li>발행 및 유통정보가 투명하게 공개, 관리되는 전자단기사채의 조속한 정착을 유도(2013년 1월부터)</li> </ul>
전자단기사채제도 시행	2013년 1월	<ul style="list-style-type: none"> <li>기업어음제도를 대체하기 위해 전자단기사채제도를 도입하여 2012년 12월에 법령 제정 완료</li> <li>전자단기사채제도 관련 규정 정비 계획 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 유통활성화를 위해 일정기간 이내의 전자단기사채 이자 소득세에 대해 원천징수 면제</li> <li>- 신속한 발행을 위해 만기 3개월 이내 증권신고서 제출 면제</li> <li>- MMF에 편입 가능하도록 투자제한 완화</li> <li>- 자본시장법상 전자단기사채는 채권이지만 경제적 실질에 따라 신용평가 방법에 있어 기업어음과 동일하게 규정</li> </ul> </li> </ul>
금융회사간 단기자금시장 개편방안	2013년 11월	<ul style="list-style-type: none"> <li>콜시장에서 제 2금융권 참여를 원칙적으로 배제하고 은행 중심 시장으로 개편(2015년 시행)</li> <li>KORIBOR(Korea Interbank Offered Rate) 개선 방안 추진 등을 통해 IRS등에서 널리 활용되는 CD금리의 대한지표로 KORIBOR의 활성화 정착 도모</li> <li>금융회사들의 단기자금시장 참여 등에 대한 규정을 명확히 하고 각 시장 별로 산재한 정보취합, 공시, 감독 관련 규율을 체계적으로 재정비</li> </ul>

자료: 자본시장연구원, 키움증권

이와 같은 업계 구조개편은 향후 업계 전반적인 효율성 향상을 통한 수익성 개선과 연결될 수 있다는 점에서 투자자에겐 매력적으로 비춰질 수 있다.

## IV. 증권업 투자의견 및 Top Picks

증권업에 대한 투자의견 Overweight를 유지한다. 1) 장기적인 저금리와 인구 고령화에 따른 투자 수요 증대 환경은 증권업에 우호적이며, 2) 현재 밸류에이션은 증권사의 Trading 이익 변동성을 감안해도 충분히 낮은 수준이기 때문이다.

증권주 주가 흐름이 점진적으로 움직인다기 보다 모멘텀 등에 의해 빠르게 움직인다는 점을 감안하면, 현 주가 수준에선 매수 전략이 유의미해 보인다. 전세계적인 통화정책 공조와 글로벌 경기 개선 기대를 감안하면, 주가는 우상향으로 움직일 개연성이 높기 때문이다. 다만, 매도파생결합증권과 우발채무로 인한 우려와 불확실성은 글로벌 금융시장 변동성 확대 시 증권주 주가 조정 빌미로 작용할 수 있다.

증권주 Top Pick으로 한국금융지주를 유지한다. 다각화된 사업 포트폴리오로 이익 안정성을 확보할 수 있고, 건전성 측면에서 양호해 글로벌 경기 불확실성 확대 국면에 유리하며, 향후 성장 기회를 모색할 수 있다는 점이 투자포인트다.

단기적으로 미래에셋증권에 대한 관심도 유효하다. 미래에셋증권의 중장기 주가방향은 대우증권과의 합병 후 시너지 창출 및 효율화에 달려있다. 단기적으로는 초대형증권사 창출에 대한 기대감과 금융당국의 기업금융 활성화 방안이 맞물려 주가 상승을 견인할 수 있다.

**증권사들의 주요 지표 및 밸류에이션** (단위: 원, 십억원, %, 배)

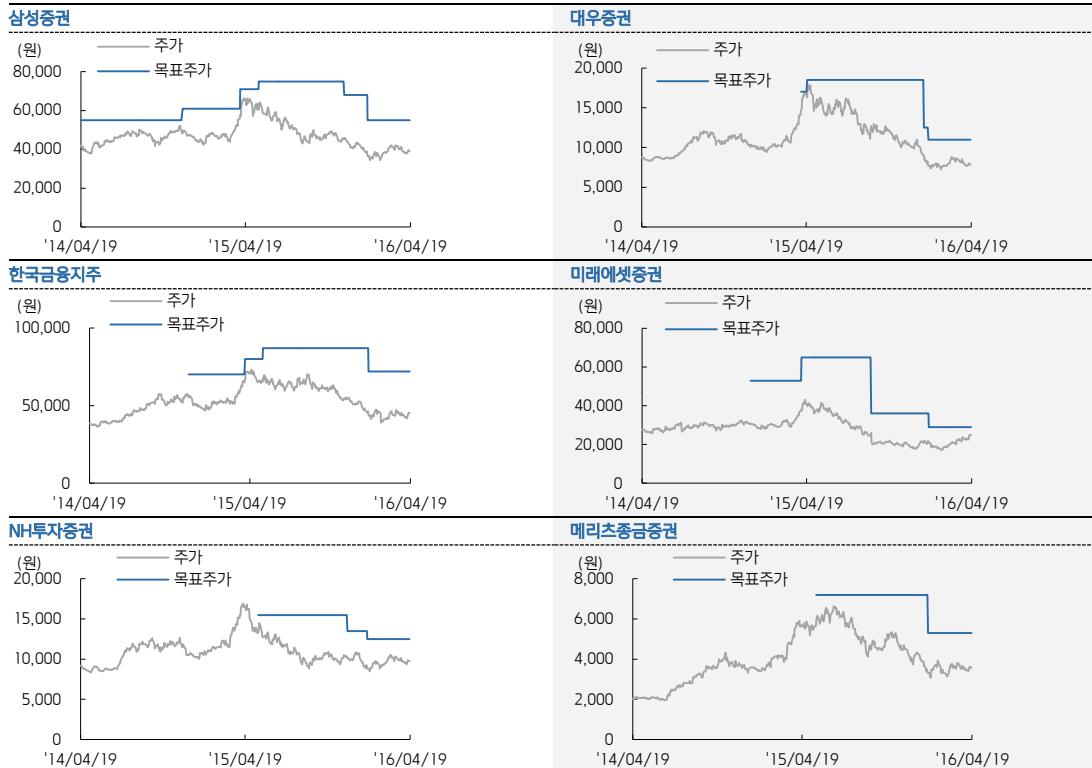
	한국금융지주	삼성증권	대우증권	NH 투자증권	미래에셋증권	메리츠종금증권
<b>투자의견</b>	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
<b>목표주가</b>	72,000	55,000	11,000	12,500	29,000	5,300
<b>현재주가</b>	45,400	39,000	7,850	9,770	24,850	3,565
<b>시가총액</b>	2,698	2,981	2,650	2,874	2,840	1,771
<b>ROE</b>	FY14 FY15P FY16E FY17E	8.6 10.7 9.2 9.3	6.7 7.9 6.4 6.7	5.1 7.0 5.2 5.4	2.1 4.8 4.6 4.8	8.1 5.8 5.1 5.5
<b>순영업수익</b>	FY14 FY15P FY16E FY17E	863 1,002 1,004 1,061	769 996 892 929	799 1,005 852 905	709 1,077 1,033 1,070	517 477 543 581
<b>당기순이익</b>	FY14 FY15P FY16E FY17E	239 324 303 326	229 275 231 252	205 298 230 247	81 215 213 229	181 170 178 201
<b>자본총계</b>	FY14 FY15P FY16E FY17E	2,860 3,170 3,371 3,589	3,427 3,524 3,666 3,843	4,139 4,385 4,474 4,605	4,378 4,551 4,657 4,787	2,357 3,452 3,562 3,705
<b>자산총계</b>	FY14 FY15P FY16E FY17E	25,344 31,521 33,156 35,283	25,775 30,994 31,483 33,009	30,613 34,842 35,540 36,420	41,059 41,706 42,559 43,926	22,672 28,416 30,103 32,954
<b>PBR</b>	FY14 FY15P FY16E FY17E	0.9 0.8 0.7 0.7	1.0 0.9 0.8 0.7	0.8 0.7 0.6 0.6	0.6 0.6 0.6 0.6	0.4 0.6 0.8 0.8
<b>PER</b>	FY14 FY15P FY16E FY17E	11.1 8.2 8.1 7.5	14.3 10.9 12.1 11.1	15.4 10.2 11.0 10.3	30.3 13.2 12.9 12.0	4.9 10.0 15.3 13.9
<b>BPS</b>	FY14 FY15P FY16E FY17E	53,688 59,575 63,386 67,522	46,592 48,605 50,276 52,276	12,547 13,277 13,743 14,084	16,347 15,918 16,415 16,837	54,069 37,455 30,837 31,951
<b>EPS</b>	FY14 FY15P FY16E FY17E	4,454 6,035 5,638 6,081	3,115 3,847 3,233 3,521	637 925 714 765	339 767 759 815	4,380 2,541 1,625 1,784
<b>배당성향</b>	FY14 FY15P FY16E FY17E	17.2 18.1 17.0 17.0	20.7 25.5 27.0 28.0	41.0 37.1 41.0 41.0	60.2 56.1 55.0 55.0	2.3 23.4 15.7 13.8
<b>DPS</b>	FY14 FY15P FY16E FY17E	700 1,000 900 950	650 1,000 900 1,000	250 330 290 320	160 450 420 450	100 350 250 250
<b>배당수익률</b>	FY14 FY15P FY16E	1.4 2.0 2.0	1.5 2.4 2.3	2.5 3.5 3.7	1.6 4.5 4.3	0.5 1.6 1.0
						3.7 6.0 5.0

자료: 기음증권

### 투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	종목명	일자	투자의견	목표주가
삼성증권 (016360)	2014/01/14	BUY(Maintain)	55,000원	대우증권 (006800)	2014/01/14	Marketperform(Maintain)	8,000원
	2014/11/30	BUY(Reinitiate)	61,000원		2014/12/16	Marketperform(Reinitiate)	10,400원
	2014/12/16	BUY(Maintain)	61,000원		2015/04/08	BUY(Upgrade)	17,000원
	2015/04/08	BUY(Maintain)	71,000원		2015/04/22	BUY(Maintain)	18,500원
	2015/05/19	BUY(Maintain)	75,000원		2015/05/19	BUY(Maintain)	18,500원
	2015/06/29	BUY(Maintain)	75,000원		2015/07/16	BUY(Maintain)	18,500원
	2015/07/16	BUY(Maintain)	75,000원		2015/10/02	BUY(Maintain)	18,500원
	2015/10/02	BUY(Maintain)	75,000원		2016/01/05	BUY(Maintain)	12,500원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	68,000원		2016/01/15	BUY(Maintain)	11,000원
	2016/01/15	BUY(Maintain)	55,000원		2016/03/31	BUY(Maintain)	11,000원
	2016/04/19	BUY(Maintain)	55,000원		2016/04/19	BUY(Maintain)	11,000원
한국금융지주 (071050)	2014/01/14	BUY(Maintain)	50,000원	미래에셋증권 (037620)	2014/01/14	BUY(Maintain)	47,000원
	2014/11/30	BUY(Reinitiate)	70,000원		2014/12/16	Marketperform(Reinitiate)	53,000원
	2014/12/16	BUY(Maintain)	70,000원		2015/04/08	BUY(Upgrade)	65,000원
	2015/01/23	BUY(Maintain)	70,000원		2015/05/19	BUY(Maintain)	65,000원
	2015/04/08	BUY(Maintain)	80,000원		2015/09/10	BUY(Maintain)	36,000원
	2015/05/19	BUY(Maintain)	87,000원		2015/10/02	BUY(Maintain)	36,000원
	2015/06/29	BUY(Maintain)	87,000원		2016/01/15	BUY(Maintain)	29,000원
	2015/07/24	BUY(Maintain)	87,000원		2016/03/31	BUY(Maintain)	29,000원
	2015/10/02	BUY(Maintain)	87,000원		2016/04/19	BUY(Maintain)	29,000원
	2016/01/15	BUY(Maintain)	72,000원		2016/04/19	BUY(Maintain)	29,000원
NH투자증권 (005940)	2014/01/14	BUY(Upgrade)	12,000원	메리츠 종금증권 (008560)	2015/05/19	BUY(Initiate)	7,200원
	2015/05/19	Outperform(Reinitiate)	15,500원		2015/07/06	Outperform(Downgrade)	7,200원
	2015/10/02	Outperform(Maintain)	15,500원		2015/09/14	BUY(Upgrade)	7,200원
	2015/12/02	BUY(Upgrade)	13,500원		2015/10/02	BUY(Maintain)	7,200원
	2016/01/15	BUY(Maintain)	12,500원		2016/01/15	BUY(Maintain)	5,300원
	2016/04/19	BUY(Maintain)	12,500원		2016/04/19	BUY(Maintain)	5,300원

### 목표주가 추이 (2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

## 투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%