

증권

Overweight
(Maintain)

2016. 10. 11

ELS손익 분석과 업계 구조개편 과정에서 찾는 투자아이디어

16년 증권주는 지지부진한 흐름을 이어가고 있습니다. 불확실성이 주요인입니다.

현재 증권사 수익의 Swing factor는 ELS 등 매도파생 결합증권 관련 손익입니다. ELS 발행 추이를 감안하면 내년도에도 ELS관련 손익 측면에서 큰 폭의 개선을 기대하기 힘들나, 현재 조기상환이 이뤄지면서 실질적 부담은 점차 감소 중입니다.

업계 구조개편 관점에서 금융지주 계열 증권사에 주목할 필요가 있습니다. 업종 Top Pick으로 NH투자증권을 유지합니다.



증권/보험

Analyst 김태현

02) 3787-4904

thkim@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. 지지부진한 증권주 주가 3

II. 증권주 주가를 억누르는 요인 5

- > 하반기 재차 부각된 글로벌 금융시장 불확실성 5
- > 증권사들의 더딘 실적 개선의 주요인 : ELS관련 수익 급감 6

III. 업계 개편 과정에서 찾는 투자 아이디어 17

- > 대형 IB 육성을 위한 금융당국의 노력은 지속적 17
- > 대형 IB육성 정책을 감안한 증권주 투자전략 20
- > 1) 배당주 관점에서 NH투자증권과 메리츠증권 20
- > 2) 업계 구조개편관점에서 금융지주계열 증권사 주목 23

IV. 투자의견과 목표주가 26

- > 업종 Top Pick으로 NH투자증권 유지 26

- 당사는 10월 10일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 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.

ELS손익 분석과 업계 구조개편 과정에서 찾는 투자 아이디어

>>> 지지부진한 증권주: 불확실성이 주요인

초저금리가 지속되고 있지만, 16년 증권주 주가는 부진한 모습이다. 연말 FOMC에서의 기준금리 인상 가능성 고조와 11월 미국 대선을 앞두고 글로벌 금융시장 불확실성이 확대되고 있고, 실적 면에서도 기대치에 미치지 못하고 있기 때문이다. 당사 커버리지 6개사 합산 16년 순이익은 전년대비 15% 감소할 예정이다. 시장 기대치 대비 증권사들의 상반기 이익 감소폭은 컸고 하반기 이익 개선 폭은 적다.

IB부분은 전년동기비 이익이 증가되고 있으나, 브로커리지수수료 수익과 ELS 관련 수익 감소 폭이 크다.

>>> ELS수익 불확실성은 내년에도 지속되나, 점진적으로 부담 완화 중

현재 증권사 수익의 Swing Factor는 ELS 등 매도파생 결합증권 관련 손익이다. ELS 판매수수료 수익은 발행규모 급감과(16년 ELS발행규모 37%YoY감소, 9월 누계 기준) 업계 경쟁으로 감소했을 것으로 추정된다. 운용부분 수익 감소는 수수료수익 보다 심각하다. 글로벌 금융시장 변동성 확대와 원화의 상대적 강세, 금리 변동성 확대로 헤지 운용 환경이 녹록치 않으며, 부채 시가평가 이슈도 만만치 않다.

ELS발행 규모 확대가 2014년~2015년 상반기에 집중됐다는 점을 감안하면 내년에도 ELS관련 손익 측면에서 큰 폭의 개선은 기대하기 힘들 전망이다. 다만, 현재 기초지수 상승으로 조기상환이 이뤄지면서 실질적인 부담은 점차 감소 중이라는 점은 다행이다

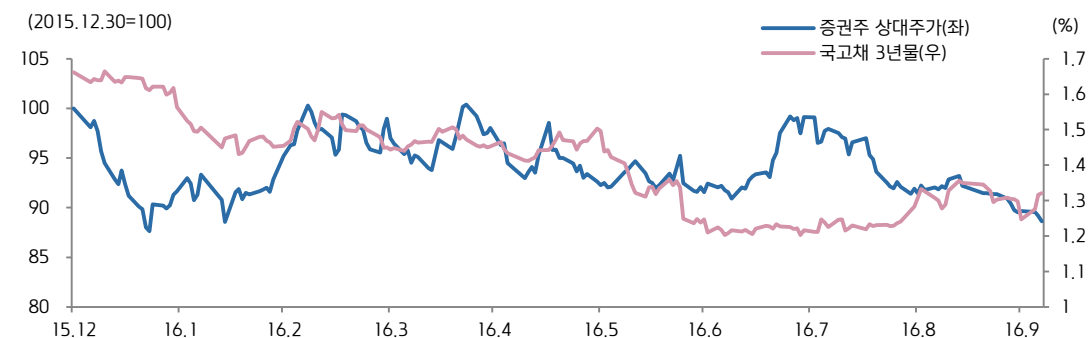
>>> 업계 개편 과정에서 찾는 투자 아이디어

글로벌 IB육성을 위한 금융당국의 노력이 지속되는 가운데, 연말 배당주 관점에서 접근 가능한 종목은 NH투자증권과 메리츠증권이다. 중장기 업계 구조 개편 과정에서 시장의 관심은 미래에셋증권에 쏠리고 있으나, PI와 해외진출을 통한 성과 가시화에는 다소간의 시간이 소요될 예정이다. 복합점포 활성화와 금융지주의 충분한 자본을 활용할 수 있다는 측면에서 금융지주 계열 증권사에 주목할 필요가 있다. 업종 Top Pick으로 NH투자증권을 유지한다.

I. 지지부진한 증권주 주가

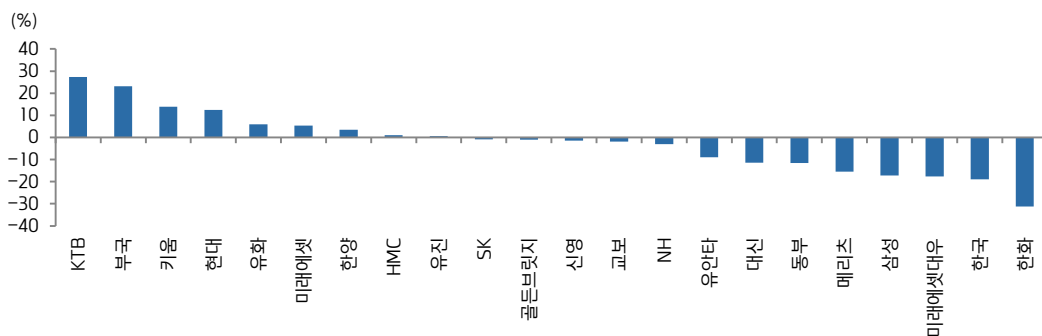
16년 증권주 주가는 연초 대비 6.7% 하락(2016.10.6기준), KOSPI대비해선 12.0%p Underperform했다. 작년말 미국 기준금리 인상 직후 연초 글로벌 증시와 함께 급락했던 증권주는 3월 이후 안정화됐으나, 지지부진한 흐름을 이어가고 있다. 6월 브렉시트 후 시장금리가 Level-down되며 반등했던 주가는 미국 기준금리 인상 우려가 제기되며 제차 하락했다. 결국 올 한해 증권주 주가의 Key Drive는 금리다. 종목별로 살펴보면, 차별화된 사업모델을 가져가는 중소형사와 M&A와 합병모멘텀이 있는 현대증권, 미래에셋증권의 수익률이 상대적으로 양호했다.

16년 증권주, 지지부진한 흐름 이어가...



자료: Fnguide, 키움증권

연초대비 종목별 수익률 현황



자료: Fnguide, 키움증권

미래에셋증권과 미래에셋대우증권 합병 일정

구분		날짜
주주확정일		2016년 10월 17일
주주명부폐쇄 기간	시작일	2016년 10월 18일
	종료일	2016년 10월 20일
합병반대의사통지 접수기간	시작일	2016년 10월 06일
	종료일	2016년 11월 03일
주주총회예정일자		2016년 11월 04일
주식매수청구권 행사기간	시작일	2016년 11월 07일
	종료일	2016년 11월 17일
구주권제출기간	시작일	2016년 11월 07일
	종료일	2016년 12월 21일
매매거래 정지예정기간	시작일	2016년 12월 21일
	종료일	2017년 01월 19일
채권자의 제출기간	시작일	2016년 11월 07일
	종료일	2016년 11월 17일
합병기일		2016년 12월 29일
종료보고 총회일		2016년 12월 29일
합병등기예정일자		2016년 12월 30일
신주권교부예정일		2017년 01월 19일
신주의 상장예정일		2017년 01월 20일

자료: 금감원, 키움증권

KB금융지주와 현대증권 주식 포괄적 교환 이전 일정

현대증권 (주) 주요 일정

구분	일정
주식교환계약일	2016년 08월 02일
주주총회를 위한 주주확정일	2016년 09월 09일
주주명부 폐쇄기간	2016년 9월 10일~2016년 9월 13일
주주총회 소집통지 및 공고일	2016년 09월 26일
반대의사 통지접수기간	2016년 8월 2일~2016년 10월 3일
주식교환 승인 주주총회일	2016년 10월 04일
주식매수청구 기간	2016년 10월 4일~2016년 10월 14일
주권실효통지 · 공고 예정일	2016년 10월 11일
주식매수청구대금 지급 예정일	2016년 10월 17일
매매거래정지 기간	2016년 10월 17일~2016년 10월 31일
구주권 제출기간 종료 예정일	2016년 10월 18일
주식교환일	2016년 10월 19일
상장폐지일	2016년 11월 01일

KB금융지주 주요 일정

구분	일정
주식교환계약일	2016년 08월 02일
반대의사표시를 위한 권리 주주확정일	2016년 08월 12일
소규모 주식교환 공고 및 통지	2016년 08월 09일
주주명부 폐쇄기간	2016년 8월 13일~2016년 8월 18일
소규모 주식교환 반대의사 통지접수기간	2016년 8월 9일~2016년 8월 22일
주식교환 승인 이사회일	2016년 10월 04일
주식교환일	2016년 10월 19일
주식교환 등기 예정일	2016년 10월 20일
신주권 상장신청 예정일	2016년 10월 24일
신주권 교부 예정일	2016년 10월 31일
신주권 상장 예정일	2016년 11월 01일

자료: 금감원, 키움증권

II. 증권주 주가를 억누르는 요인

초저금리 시대가 지속됨에도 불구하고 증권주 주가가 강한 반등을 보이지 못하는 이유는 불확실성 때문이다. 증권주를 누르는 불확실성은 두 가지 측면에서 살펴볼 수 있다. 첫째는 글로벌 금융시장 및 경제 상황에 대한 불확실성과 두 번째는 증권사들의 수익 중 비중이 높은 ELS와 관련된 회계처리 및 규제 측면에서의 불확실성이다.

>>> 하반기 재차 부각된 글로벌 금융시장 불확실성

작년말 미국 기준금리 인상 후 연초 중국발 리스크 등으로 급락했던 글로벌 증시와 증권주는 3월 이후 불확실성이 다소 완화되면서 안정적 흐름세를 이어가고 있다. 물론 6월 브렉시트 등이 있었지만, 주요 중앙은행들의 빠른 통화완화적 공조 등에 힘입어 증시는 곧 제자리로 반등했다.

16년 중반 완화됐던 글로벌 이벤트발 불확실성은 하반기 재차 불거지고 있다.

9월 FOMC에선 기준금리를 동결했지만, 연내 기준금리 인상 가능성을 높였다. 미국 연준은 장기 기준금리를 하향 조정해 중장기적 측면에선 기준금리 인상 속도를 둔화시킬 의지를 표명했으나, IMF는 2017년 미국의 물가상승률을 2.3%로 발표하며 금리인상 속도가 가팔라질 수 있는 가능성을 제기했다. 내년 ECB의 테이퍼링 가능성이 언론에 보도되고 있고, 유럽 은행들의 건전성도 양호하지 않다는 우려가 제기되고 있다.

또한 올해는 완화적인 통화정책의 한계점에 대한 우려가 제기되면서 재정정책의 중요성이 강조되는 시점이다.

미국의 재정정책을 집행할 수장을 뽑는 미국 대선도 11월에 있다. 미국 대선 후보자의 지지율은 힐러리 클린턴 47.7%, 도널드 트럼프 44.4%(9/28일 기준)로 박빙이다.

미국 연준스탠스와 S&P 주가 추이

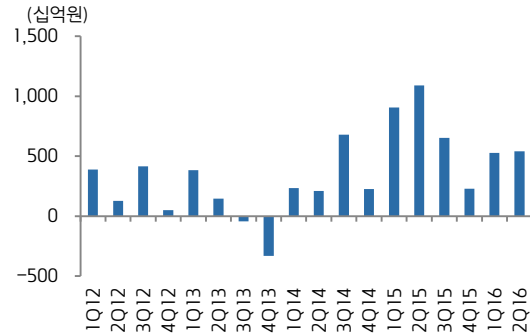


자료: Fngude, 키움증권

>>> 증권사들의 더딘 실적 개선의 주요인: ELS관련 수익 급감

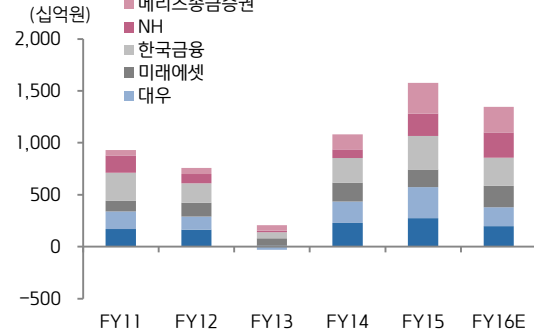
증권사들의 실적 개선이 더디다. 당사 커버리지 6개사의 16년 연간 순이익은 1조 3,453억원으로 전년 대비 15% 감소할 것으로 예상된다. 하반기 합산기준 순이익은 6,490억원으로 전년동기 대비 48% 개선될 것으로 예상되나, 시장 기대치 대비 하반기 이익 개선폭은 적으며 상반기 이익 감소폭도 컸다.

국내 증권사 분기 순이익 추이



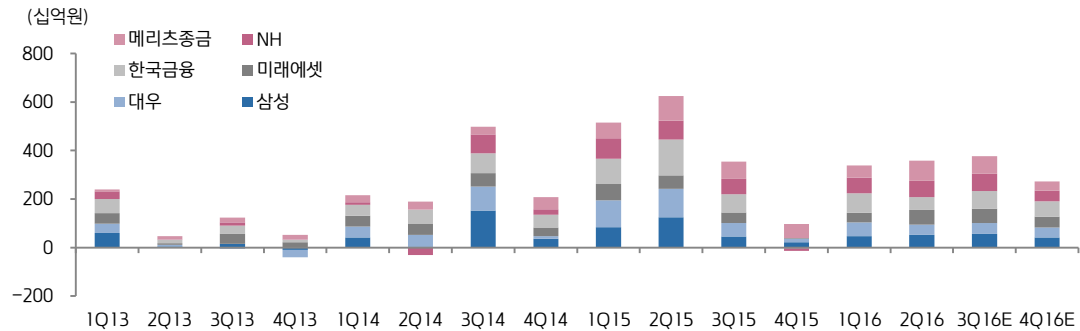
주: 별도 기준, 자료: 금감원, 키움증권

커버리지 6개 증권사 연간 순이익 추이 및 예상



주: 연결 기준, 자료: 금감원, 키움증권

커버리지 6개 증권사 분기 순이익 추이



주: 연결 기준, 자료: 금감원, 키움증권

16년 상반기 증권업계 전체 당기순이익은 1조 2,335억원으로 전년동기비 43.3% 감소했다. 풍부한 유동성 영향으로 고객 예탁금과 신용공여 잔액은 풍부한 유동성 영향으로 역대 최고 수준에 머물고 있고, IB부분은 부동산금융 관련 일거리 증가와 인수금융 강화 등으로 전년동기비 이익이 증가하고 있지만, ELS 수익 감소를 상쇄하고 있지 못하고 있다. 게다가 일평균거래대금 감소와 수수료율 하락(채널Mix 영향)으로 브로커리지 수수료도 전년동기비 감소세를 이어가고 있다.

증권사 주요 항목별 분기 손익 추이 (억원)

	2014년	2015년	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
수수료 수익(A)	59,760	79,256	17,145	22,652	20,813	18,647	17,549	19,919
수탁수수료	33,598	45,858	10,037	13,696	12,143	9,981	9,548	9,943
IB 관련 수수료	9,283	12,294	2,363	3,099	3,190	3,642	2,394	3,632
자기매매손익(B)	45,703	41,536	14,539	12,640	3,865	10,493	9,307	7,083
주식관련손익	-1,281	5,402	1,633	3,636	-239	373	1,494	-1,159
채권관련손익	61,586	52,139	20,344	8,311	17,291	6,194	16,117	16,968
파생관련손익	-14,602	-16,005	-7,438	693	-13,187	3,927	-8,306	-8,726
기타손익		-818	801	404	4,051	-6,074	-1,006	-290
판관비 차감전 영업이익		119,974	32,485	35,696	28,729	23,066	25,850	26,717
판매관리비	74,967	79,056	20,137	20,567	19,345	19,007	17,836	18,924
당기순이익	16,833	32,268	9,756	12,005	7,452	3,056	6,121	6,214

주: IB관련수수료: 인수 및 주선수수료, 매수 및 합병수수료, 기타손익: 신용공여이자, 외환거래손익, 배당금손익 등, 2Q16은 잠정치

자료: 금감원, 키움증권

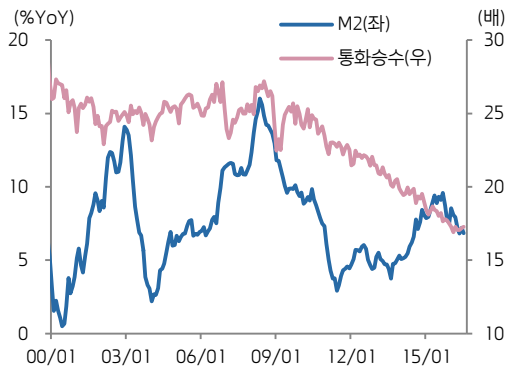
16년 증권업계의 상반기 IB관련수수료 수익은 6,026억원으로 10.3%YoY 증가했으나, 브로커리지수수료 수익 등 수탁수수료 수익은 17.9% 감소했다. 특히, ELS등 매도파생상품과 PI운영과 관련된 자기매매손익은 1조 6,390억원으로 39.7% 감소했다. 성과급 축소와 인력 구조조정으로 판관비 효율화가 이뤄지고 있으나, 순이익 감소를 막기엔 부족했다.

증권사 주요 항목별 분기 손익 추이 (억원)

	1H15	1H16	%YoY	1Q15	1Q16	%YoY	2Q15	2Q16	%YoY
수수료 수익(A)	39,797	37,468	-5.9	17,145	17,549	2.4	22,652	19,919	-12.1
수탁수수료	23,733	19,491	-17.9	10,037	9,548	-4.9	13,696	9,943	-27.4
IB 관련 수수료	5,462	6,026	10.3	2,363	2,394	1.3	3,099	3,632	17.2
자기매매손익(B)	27,179	16,390	-39.7	14,539	9,307	-36.0	12,640	7,083	-44.0
주식관련손익	5,269	335	-93.6	1,633	1,494	-8.5	3,636	-1,159	적전
채권관련손익	28,655	33,085	15.5	20,344	16,117	-20.8	8,311	16,968	104.2
파생관련손익	-6,745	-17,032	적유	-7,438	-8,306	적유	693	-8,726	적전
기타손익	1,205	-1,296	적전	801	-1,006	적전	404	-290	적전
판관비 차감전 영업이익	68,181	52,567	-22.9	32,485	25,850	-20.4	35,696	26,717	-25.2
판매관리비	40,704	36,760	-9.7	20,137	17,836	-11.4	20,567	18,924	-8.0
당기순이익	21,761	12,335	-43.3	9,756	6,121	-37.3	12,005	6,214	-48.2

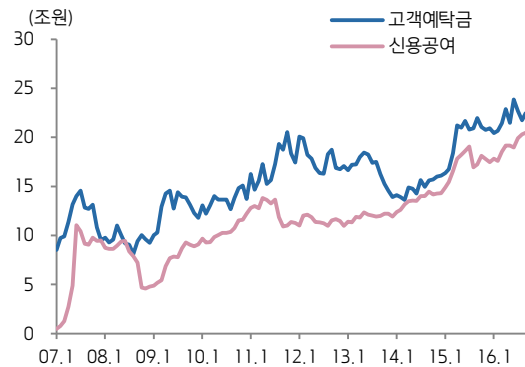
자료: 금감원, 키움증권

M2 증가율 7% 내외, 바닥을 다지는 통화승수



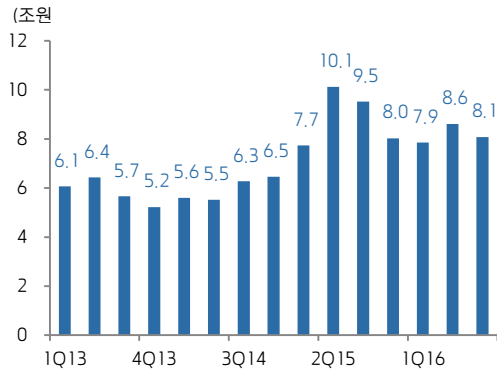
자료: 한은, 키움증권

사상 최고치를 경신하고 있는 신용공여



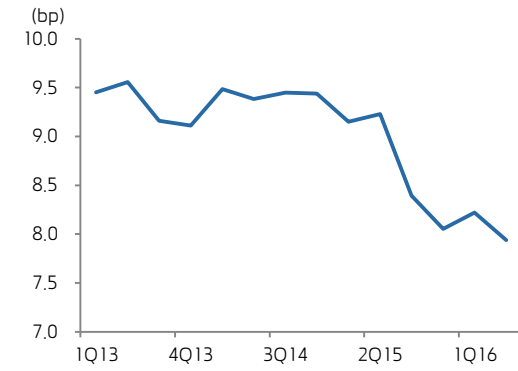
주: 신용공여= 신용융자+예탁증권담보융자, 자료:Fnguide, 키움증권

분기별 일평균거래대금 추이 및 예상



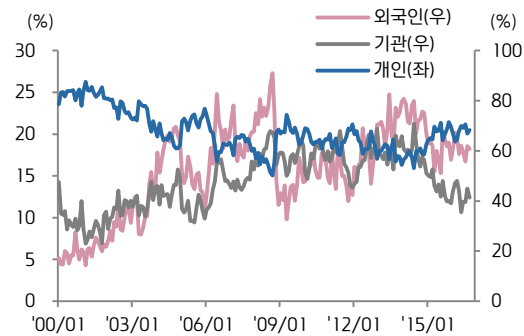
주: KOSPI+KOSDAQ 기준, 자료: Fngude, 키움증권

국내 증권사 지분증권 수수료율 추이



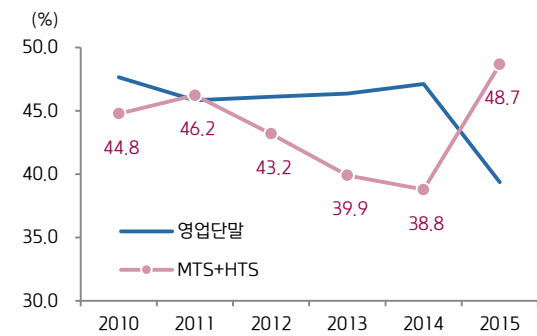
자료: 금감원, 키움증권

시장 투자자별 거래대금 비중



주: KOSPI+KOSDAQ 기준, 자료: Fngude, 키움증권

매체별 거래대금 비중



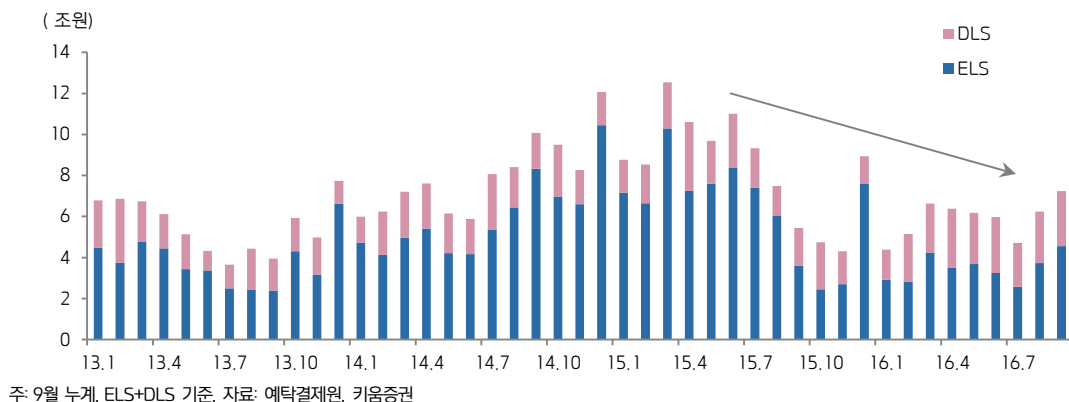
주: KOSPI시장 기준, 자료: 금감원, 키움증권

현재 증권사 수익의 Swing Factor는 ELS 등 매도파생결합증권 관련 손익이다. 2013년 국내 증권사 수익의 70%까지 차지했던 ELS관련 수익은 현재 40~50% 내외로 내려왔다. (채권보유에 따른 이자이익 포함) 증권사들이 이를 대체하기 위해 영업활동을 다양화하고 있으나, 여전히 부족한 상황이다.

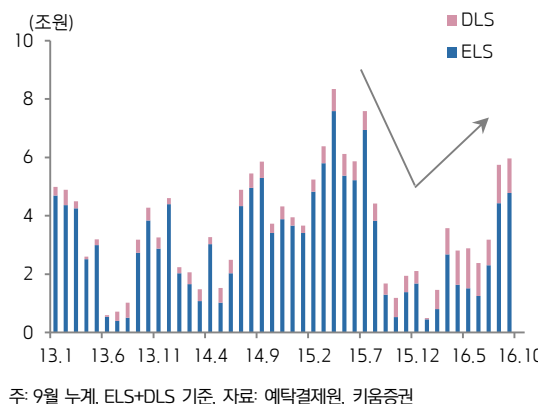
ELS와 관련된 수익은 크게 판매수수료 수익과 운용관련 수익으로 구분된다.

2014년과 2015년 급증했던 ELS 발행 규모가 2015년 8월을 기점으로 급감하면서 판매 수수료 수익은 감소하고 있다. 16년 ELS 발행규모는 31.3조원(9월 누계 기준)으로 전년동기 대비 37% 감소했다. 8월 이후 파생결합증권(ELS+DLS) 조기상환 규모가 전년동기 대비 증가하면서 발행액도 점차 증가하고 있으나, 얼어붙은 시장 분위기와 업계 경쟁으로 마진율은 축소됐을 것으로 추정한다. ELS시장 위축은 작년 HSCEI지수 ELS 사태에 따른 투자자들의 투자 심리 위축뿐만 아니라, 금융당국의 규제 강화 스탠스 영향 때문이기도 하다.

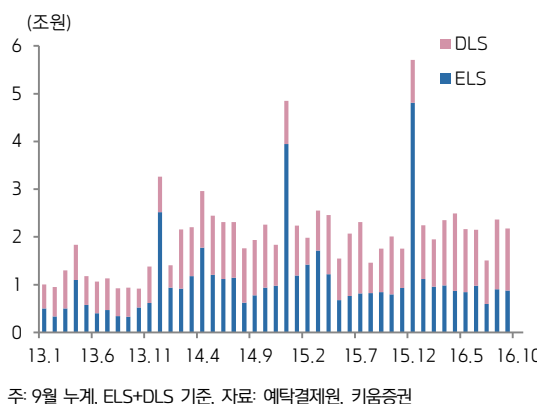
16년 파생결합증권 발행액 36.6%YoY 감소



파생결합증권 조기상환액, 8월 이후 전년동기비 반등



꾸준한 파생결합증권 만기 상환액

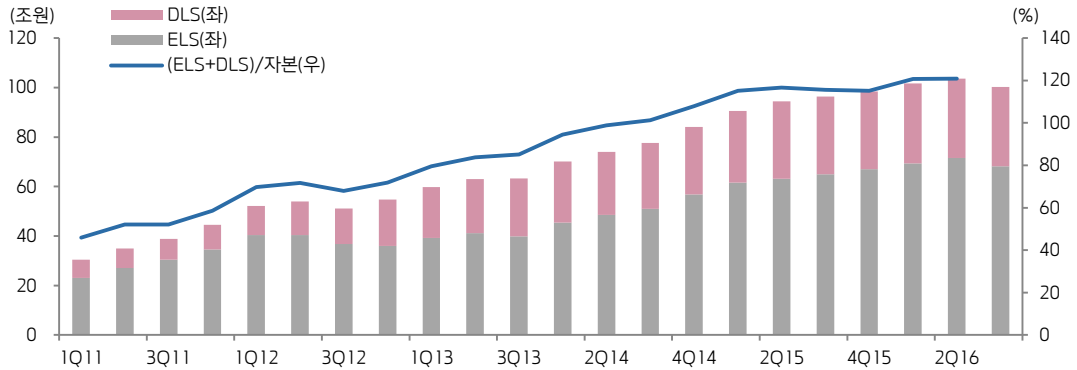


파생결합증권 주요 대응방안(2015년 8월 발표)

위험요인	대응방안
시장 위험 <ul style="list-style-type: none"> • 스킨이 있는 지수가 급락할 경우 증권사 헤지 과정에서 지수추가하락 등 시장위험 확대 가능성 	<ul style="list-style-type: none"> • 특정지수에 대한 스킨현상 방지 <ul style="list-style-type: none"> - 스킨현상 지속 모니터링하고 필요시 과도한 증가 억제할 수 있는 체계 구축
증권사 위험 <ul style="list-style-type: none"> • 자금운용과정에서 고위험자산 편입 시 건전성 저해 • 충분한 유동성 확보 못할 경우 대규모 환매 등 발생 시 신용위험 증가 가능성 	<ul style="list-style-type: none"> • 증권사에 대한 유동성 및 건전성 스트레스 테스트 • 파생결합증권 조달자금 운용규제 강화 <ul style="list-style-type: none"> - 특별계정 도입 - 특별계정 내 운용자산에 대해 별도의 유동성 비율 적용 - 공모 파생결합증권 발행사 신용평가 주기 단축
투자자 위험 <ul style="list-style-type: none"> • 증권사 신용위험 발생 또는 주가 급락으로 Knock-in 발생 시 투자자 손실 • ARS 상품의 지수산출 투명성, 객관성 등 부족 • 불완전판매, 시세조종 등에 따른 투자자피해 가능성 	<ul style="list-style-type: none"> • ARS 는 전문투자자에 대해서만 사모방식으로 허용하고, 운용규제도 도입 • ARS 지수산출의 객관성을 제고 • 불완전판매에 대한 감독강화 및 시세조종 등 불공정 거래 방지

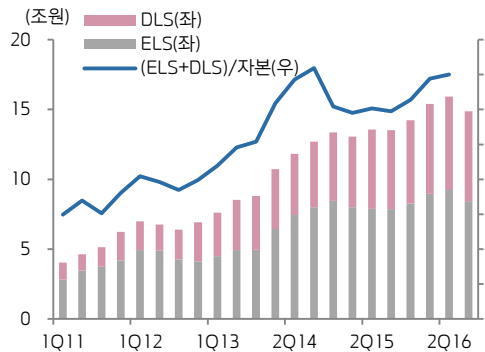
자료: 금융위, 키움증권

3Q16 파생결합증권 발행잔액, 전분기 대비 3.3조원 감소



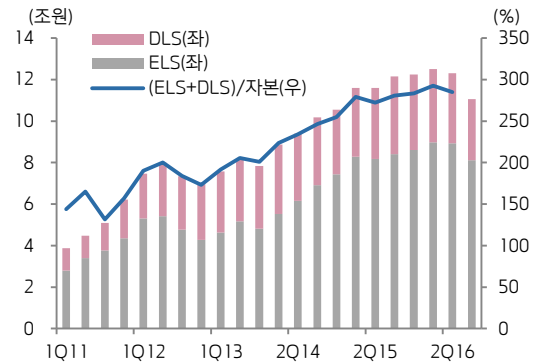
자료: 예탁결제원, 키움증권

NH투자증권, 파생결합증권 잔액 15조원, 자본대비 350%



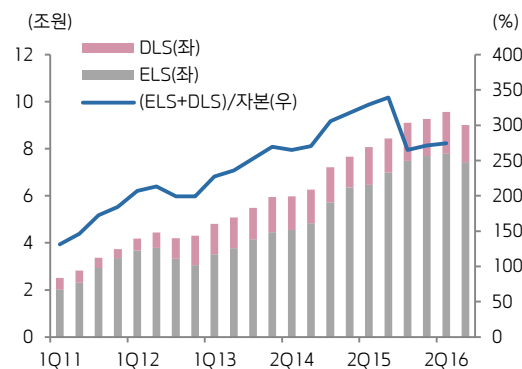
주: 파생결합증권 잔액은 3분기 기준, 자본 대비 비율은 2분기 기준
자료: 예탁결제원, 키움증권

미래에셋대우증권, 파생결합증권 잔액 11조원, 자본대비 285%



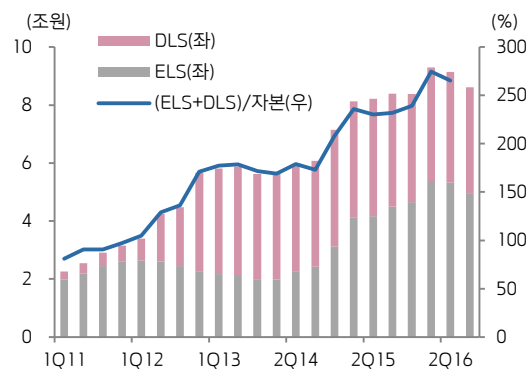
주: 파생결합증권 잔액은 3분기 기준, 자본 대비 비율은 2분기 기준
자료: 예탁결제원, 키움증권

미래에셋증권, 파생결합증권 잔액 9조원, 자본대비 275%



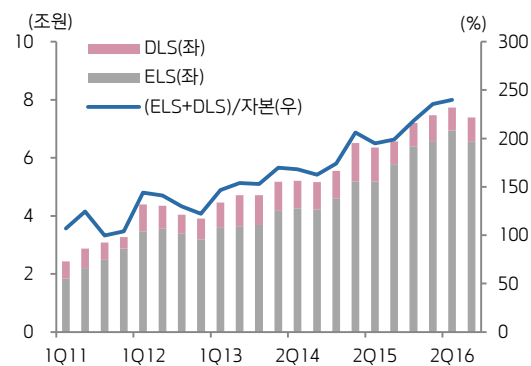
주: 파생결합증권 잔액은 3분기 기준, 자본 대비 비율은 2분기 기준
자료: 예탁결제원, 키움증권

삼성증권, 파생결합증권 잔액 9조원, 자본대비 265%



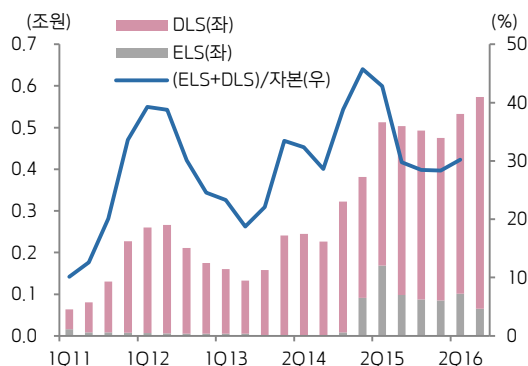
주: 파생결합증권 잔액은 3분기 기준, 자본 대비 비율은 2분기 기준
자료: 예탁결제원, 키움증권

한국투자증권, 파생결합증권 잔액 7조원, 자본대비 240%



주: 파생결합증권 잔액은 3분기 기준, 자본 대비 비율은 2분기 기준
자료: 예탁결제원, 키움증권

메리츠증권, 파생결합증권 잔액 0.6조원, 자본대비 30%



주: 파생결합증권 잔액은 3분기 기준, 자본 대비 비율은 2분기 기준
자료: 예탁결제원, 키움증권

운용부분에서 수익 감소는 판매 수수료보다 심각하다.

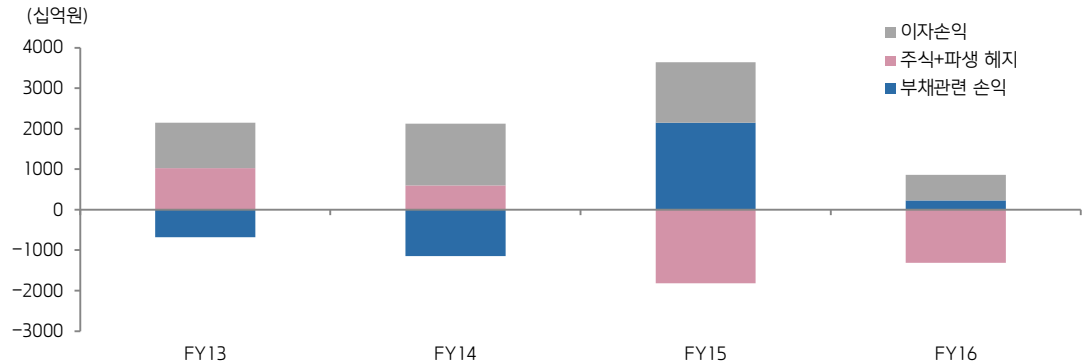
글로벌 시장 변동성 확대와 원화 강세(홍콩달러와 유로화 대비)로 헤지 운용 환경이 녹록치 않다. 또한 글로벌 증시의 동조화가 진행되고 있어 ELS 지수간의 상관계수는 높아지고 있다. 이는 부채 시가평가 금액 및 벡투백 헤지 비용 증가를 야기하고 있다. 여기에 미국의 기준금리 인상 우려를 계기로 시중금리가 바닥을 잡아가고 변동성이 확대되고 있어 채권운용마저도 힘든 국면에 진입하고 있다.

파생결합증권(ELS+DLS) 내 기초자산이 HSCEI지수인 상품 비중 추이

	12년말	13년말	14년말	15.6월말	15.9월	15.11.20
파생결합증권 전체잔액(A)	51.6	63.2	84.1	94.4	96.3	97.6
HSCEI 기초 파생결합증권(B)	11.6	15.1	29.3	35.9	36.5	36.7
비중(B/A)(%)	23.1	23.9	34.8	38.0	37.9	37.6

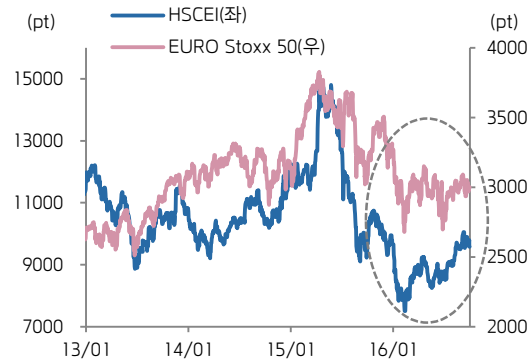
자료: 금융위, 키움증권

증권업계의 추정 파생결합증권 운용 손익 추이



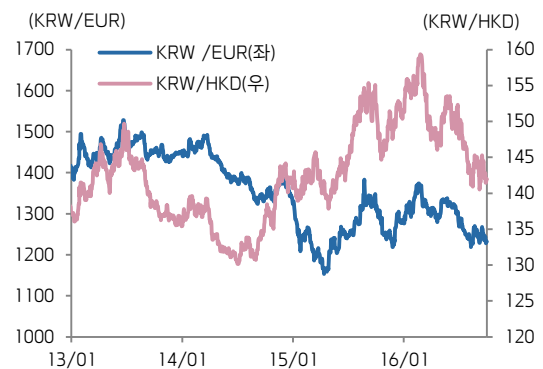
주: 부채관련 손익: 운용마진+ 부채상환 및 평가 손익(파생결합증권을 통한 벡투백 헤지 포함), 주식+파생 관련 손익 전체를 ELS관련 손익이라 가정, 이자손익은 전체 채권 중 RP거래 비중 제외, FY16는 2Q16 누적 기준,
자료: 금융투자협회, 키움증권

16년 연초 이후 반등한 해외 지수



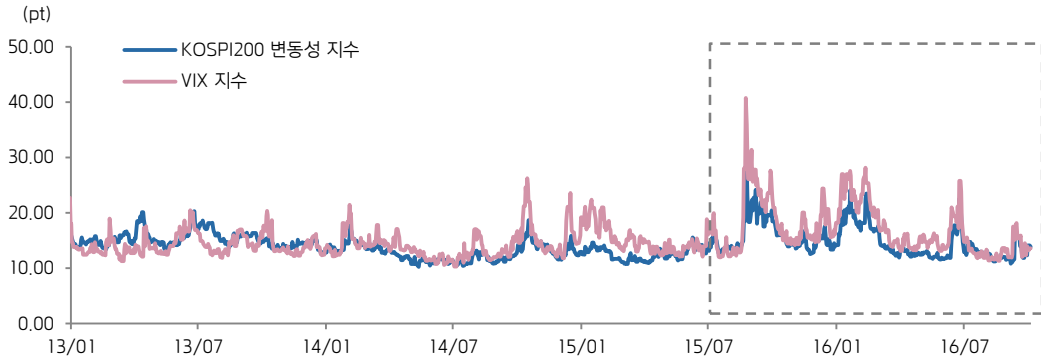
자료: Bloomberg, 키움증권

원화 대비 약세 국면의 유로화와 홍콩달러



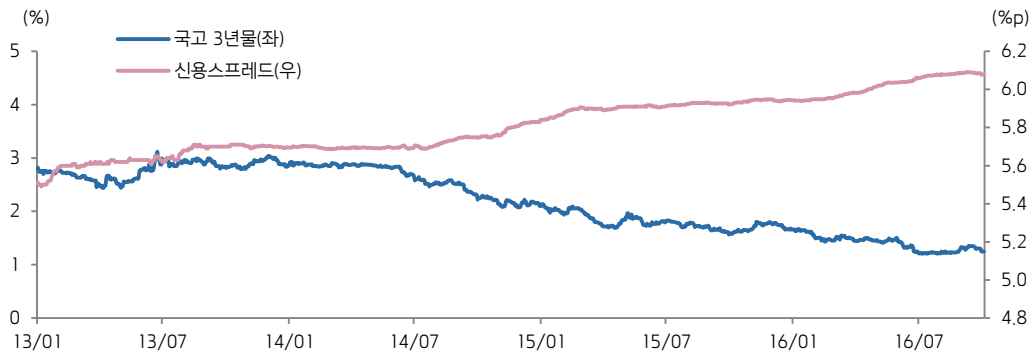
주: 파생결합증권 잔액은 3분기 기준, 자본 대비 비율은 2분기 기준
자료: 예탁결제원, 키움증권

16년 들어 글로벌 불확실성 확산되며 과거 대비 변동성 확대



자료: Fnguide, 키움증권

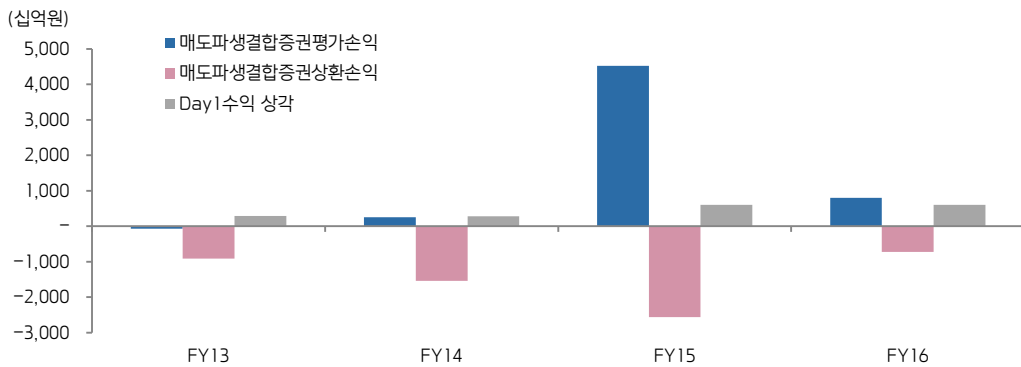
16년 하반기부터 단기 바닥 잡아가는 시중금리



주: 신용스프레드: 회사채(무보증 3년AA-) - 회사채(무보증 3년 BBB-)
자료: 금융투자협회, 키움증권

최근 HSCEI지수가 9,000pt를 상회하며 다행히 조기상환 규모가 증가하고 있으나, 이는 부채 시가평가 문제와 결부되어 실제 예상만큼의 이익 증가로 이어지지 못할 것으로 추정된다.

파생결합증권(부채 Side) 추정 손익 추이

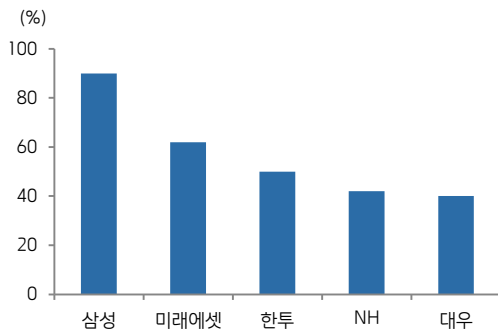


주: 신용스프레드: 회사채(무보증 3년AA-) - 회사채(무보증 3년 BBB-)
자료: 금융투자협회, 키움증권

더 큰 불확실성은 ELS의 만기가 통상 3년으로 발행되고 수익 인식 시 공정가치 레벨3로 분류되서 실제 만기가 길어질 수록 증권사가 예상(ELS 평균 듀레이션을 통상 6개월~1년이라 가정)한 수익치와 차이가 날 개연성이 높아진다는 것이다. 향후 ELS 관련 수익 규모는 시장상황과 증권사별 회계 시스템 보수성에 따라 변동성이 커질 수 있다는 점이 기대보다는 불확실성으로 증권주 주가 상승을 제한할 수 있다.

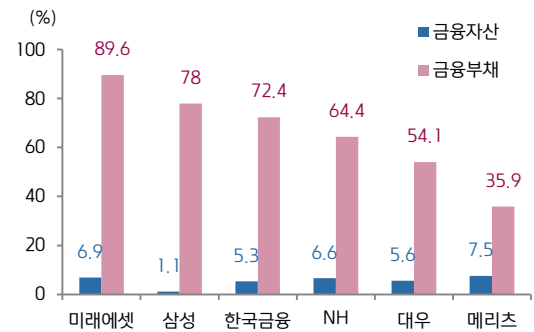
ELS발행 규모 확대가 2014년~2015년 상반기에 집중됐고, 통상 만기가 3년인점과 최근 ELS시장이 회복되고 있으나 그 속도가 상당히 둔화됐다는 점을 감안하면 내년에도 ELS관련 손익 측면에서 큰 폭의 개선은 기대하기 힘들 전망이다. 다만, 현재 기초 지수 상승으로 조기상환이 이뤄지면서 실질적인 부담은 점차 감소 중이라는 점은 다행이다.

증권사들의 ELS 자체헤지 비중



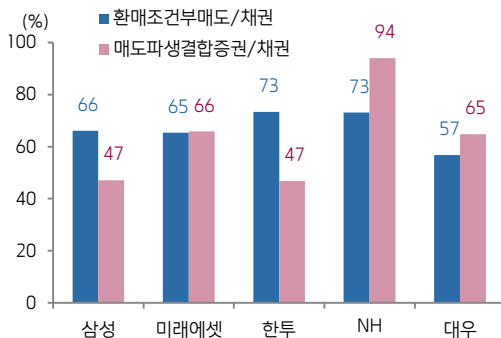
자료: 증권업계, 키움증권

증권사 금융자산·부채 내 Level3 비중



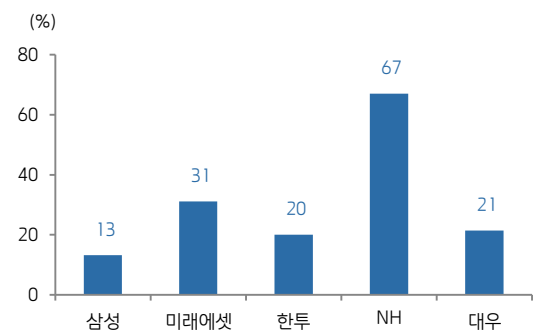
자료: 금감원, 키움증권

증권사들의 채권 vs RP·(ELS+DLS)



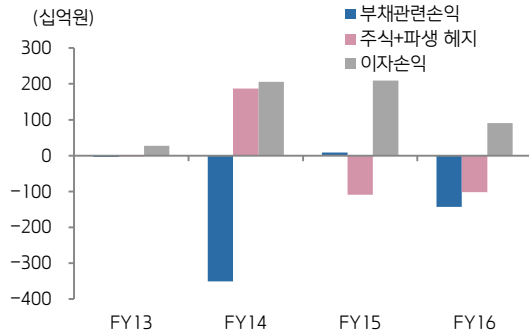
주: 2Q16 기준, 자료:금감원, 키움증권

증권사 매도파생결합증권 중 채권 이외 자산 투자비중



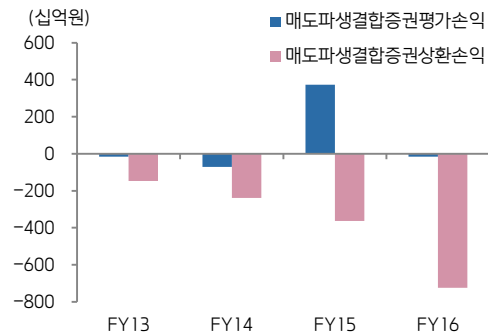
주: 2Q16 기준, 미투자 채권 없다 가정, 자료:금감원, 키움증권

NH투자증권, 추정 파생결합증권 운용 손익 추이



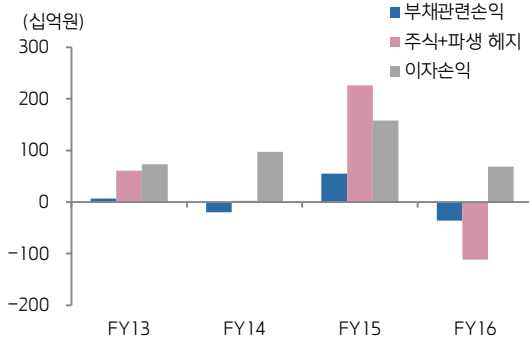
자료: 금융투자협회, 키움증권

NH투자증권, 파생결합증권(부채 Side) 추정 손익 추이



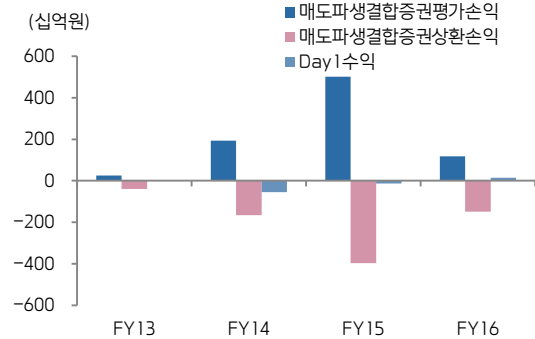
자료: 금융투자협회, 키움증권

대우증권, 추정 파생결합증권 운용 손익 추이



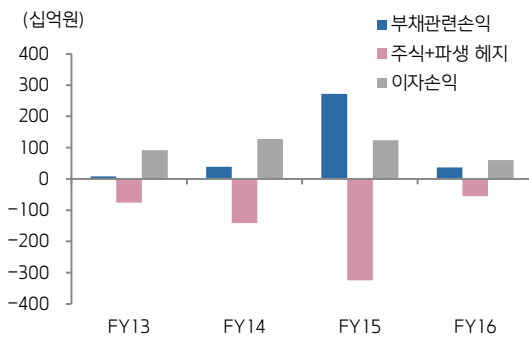
자료: 금융투자협회, 키움증권

대우증권, 파생결합증권(부채 Side) 추정 손익 추이



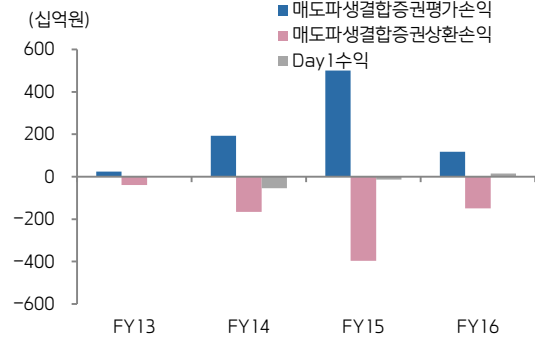
자료: 금융투자협회, 키움증권

미래에셋증권, 추정 파생결합증권 운용 손익 추이



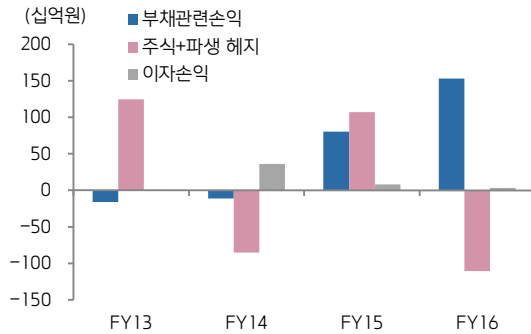
자료: 금융투자협회, 키움증권

미래에셋증권, 파생결합증권(부채 Side) 추정 손익 추이



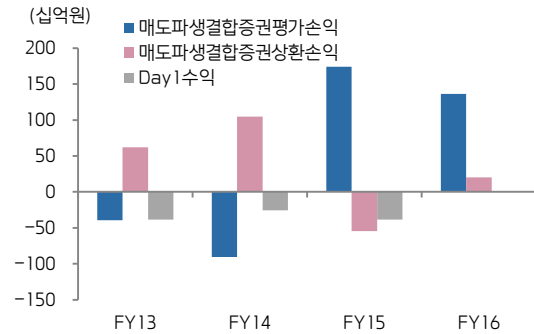
자료: 금융투자협회, 키움증권

삼성증권, 추정 파생결합증권 운용 손익 추이



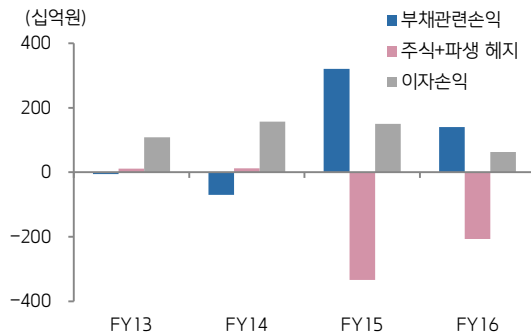
자료: 금융투자협회, 키움증권

삼성증권, 파생결합증권(부채 Side) 추정 손익 추이



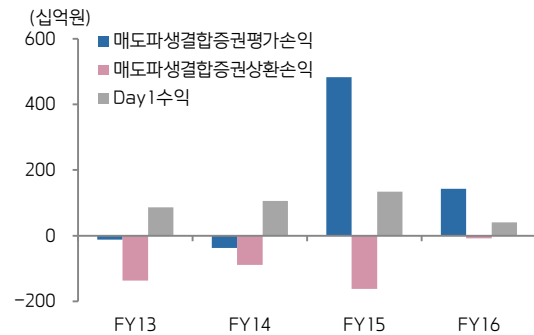
자료: 금융투자협회, 키움증권

한국투자증권, 파생결합증권 운용 손익 추이



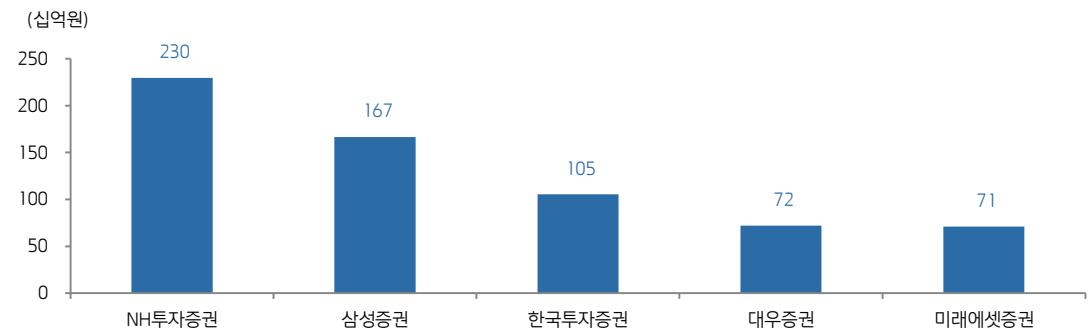
자료: 금융투자협회, 키움증권

한국투자증권, 파생결합증권(부채 Side) 추정 손익 추이



자료: 금융투자협회, 키움증권

증권사별 Day1 손익

주: 1Q16 기준
자료: 금감원, 키움증권

금융당국의 ELS 규제 강화 의지는 강하다. 조만간 금융위에서 관련 규제를 발표할 예정인 가운데, ELS 시장 침체를 우려하는 업계의 목소리가 반영될 수 있으나, 최근 소비자보호와 금융시스템 건전성에 보다 초점을 맞추고 있는 현재의 금융위 스탠스가 더 많이 반영될 개연성이 높다.

Ⅲ. 업계 개편 과정에서 찾는 투자 아이디어

증권사들은 주요국의 완화적인 통화정책이 이어지면서 유동성이 풍부한 환경에 직면해 있다. 그럼에도 불구하고 글로벌 금융시장과 ELS관련 손익 불확실성이 증권업종의 적극적 주가 상승을 제한하고 있는 국면이다.

이에 여기서는 정부의 정책 측면에서 증권주 투자 아이디어를 도출해 보고자 한다. 증권사에 대한 정부의 정책은 크게 두가지 측면에서 이뤄지고 있다. 업계 구조개편과 대형 IB에의 업무 범위 확대이다. 이는 2013년부터 창조경제 창출과 함께 추진되고 있는 자본시장활성화 정책과 일맥상통한다. 작년 3분기 ELS 사태 이후 미세적으로 건전성 규제 강화에 집중하는 모양새이나, 이는 향후 증권사의 Book에 부담을 절감시켜 줄 수 있다.

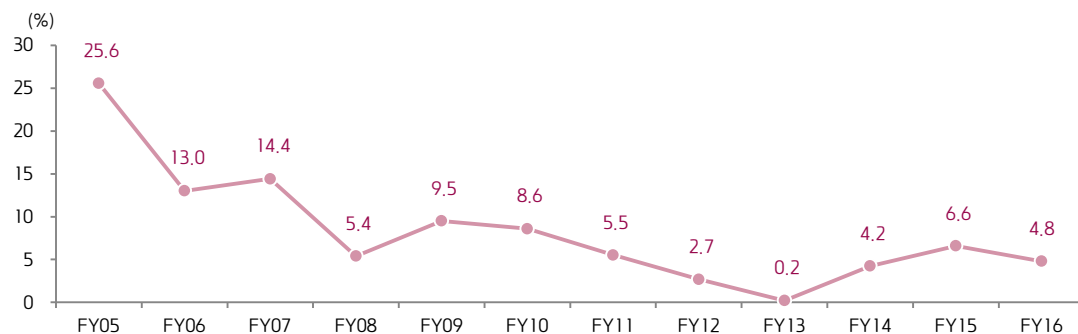
금융당국이 증권사에 확대해주고 있는 업무영역 확대에 따른 성과는 장기적으로 지켜볼 필요가 있다. 단기적으로 건전성 규제 강화와 업계 구조개편을 위한 정책이 증권주 투자심리 위축을 야기할 수 있으나, 중장기적으로는 업계 구조 개편과 효율화를 통한 수익성 개선을 기대할 수 있다는 점에서 긍정적이다.

>>> 대형 IB 육성을 위한 금융당국의 노력은 지속적

글로벌 IB육성을 위한 금융위의 노력은 지속되고 있다. 지난 2011년 자본시장법 개정안 논의 시 명시되었던 종합금융투자회사, 즉 IB 인가 조건 자기자본 3조원은 올해 8월 '종합금융투자사업자 제도 개선방안'을 통해 3조원, 4조원, 8조원으로 차등화됐다.

금융위의 자본시장법 개정안이 완성된 후 2011년 9월부터 대형사들은 자본시장법에서 종합금융투자업 인가를 받기 위해 대규모 증자를 결정했다. 2012년 국회를 통과한 자본시장법 개정안은 초안과 달라 증권사 업무영역 확대에 실질적 기여를 하지 못하며, 대규모 증자를 단행한 대형사들의 ROE제고는 이뤄지지 않았다.

대형 IB개사의 ROE 추이



자료: 금감원, 키움증권

올해 8월 발표된 금융위의 종합금융투자사업자 제도 개선 방안은 대형사들에게 새로운 자금조달 수단을 허용함으로써 레버리지 비율 규제를 완화해 주었다는 점에서 의의가 있다. 즉 자기자본 4조원 이상 증권사에게는 발행총량 제한(예: 자기자본의 200% 이내)을 두면서 발행어음을 허용했고, 자기자본 8조원 이상에게는 발행총량 제한 없는 종합금융투자계좌(IMA, CMA와 유사)를 허용했다. 발행어음과 종합금융투자계좌 모두 레버리지 비율 산출 시 제외된다는 점은 대형사에 반가운 소식이다. 그동안 높은 신NCR비율에도 불구하고 레버리지 비율 규제로 적극적인 영업이 힘들었기 때문이다. 다만, 발행어음은 운용자산에 제한을 엄격한 제한을 두고 있고, 종합금융투자계좌는 종합금융투자사업자에게 원금지급의무를 지워 금융소비자를 보호하는 한편, 종합금융투자사업자의 운신의 폭은 제한했다.

금번 금융위의 종합금융투자사업자 제도 개선 방안도 신규 업무 확장 매력이크지 않아, 대형사들이 사업성에 근간해 또 다시 대규모 유증 등을 통해 자기자본을 늘릴 유인은 크지 않다.

초대형 투자은행 육성을 위한 종합금융투자사업자 제도 개선 방안

개혁방안	추진방안	대상	세부사안
기업금융 재원을 확보하기 위한 새로운 자금조달 수단 허용	발행어음업무 허용	자기자본 4 조원 이상	<ul style="list-style-type: none"> 만기 1년 이내의 어음(발행어음)을 발행하여 자금을 조달할 수 있도록 허용 발행절차가 간편하여 다수 투자자로부터 상시 자금수탁이 가능하고, 해지자산·담보 관리 부담이 없는 등 운용의 자율성과 효율성 제고 레버리지 규제 대상에서 제외하되, 기업금융 의무비율(예 : 최소 50%이상)을 두어 기업금융 확대에 우선 사용토록 유도 * 기타 운용규제는 최대한 간소화(기업금융과 무관한 파생상품 투자 제한 등) - 투자자에 대한 발행인의 지급여력이 안정적으로 확보될 수 있도록 발행 총량 제한(예: 자기자본의 200%이내) - 과거 종합금융회사가 발행하던 발행어음과는 달리 예금보험공사에 의한 예금자 보호는 제공되지 않음 ○ 운용의 적절성을 확보하기 위해 별도 계정으로 관리하고, 업무보고서 등을 통해 운용 상황을 금감원에 보고하는 등 감독체계 구축
	종합금융투자 계좌업무 허용	자기자본 8 조원 이상	<ul style="list-style-type: none"> 고객으로부터 예약 받은 금전을 통합하여 운용하고 그 수익을 고객에게 지급하는 "종합투자계좌(Investment Management Account, IMA)" 허용 ○ 레버리지 규제 대상에서 제외하고, 기업금융 의무비율(예 : 최소 70%이상)을 설정하는 것은 발행어음과 유사 - 종합금융투자사업자가 원금 지급의무를 지고 운용수익은 사전 약정에 따라 투자자에게 배분 (예금자 보호는 제공되지 않음) - 발행어음에 비해 보다 세부적인 운용규제*를 받는 대신 양적 한도 없이 자금을 조달할 수 있다는 이점 * 주식·파생결합증권 등 편입 제한, 과도하게 위험하거나 집중된 운용 제한 등 ○ 운용의 적절성을 확보하기 위해 별도 계정으로 관리하고, 업무보고서 등을 통해 운용 상황을 금감원에 보고하는 등 감독체계 구축
적극적인 위험 인수를 위한 규제 개혁	레버리지 규제 완화	자기자본 4 조원 이상	<ul style="list-style-type: none"> 발행어음, 종합투자계좌를 통해 조달한 자금으로 취득한 자산은 레버리지 규제(총자산/자기자본(1,100%)) 적용 대상에서 제외함으로써 기업에 대한 자금공급 여력을 확충 ○ 발행어음, 종합투자계좌 수탁금은 고유재산과 구분하여 회계처리가 이루어지는 등 강화된 관리, 감독을 받게 되며, 별도의 한도규제, 운용규제 등이 적용되는 점을 감안 * 현재 종금업 경영 증권사들의 종금계정 자산도 레버리지 규제 대상에서 제외

자료: 금융위, 키움증권

초대형 투자은행 육성을 위한 종합금융투자사업자 제도 개선 방안(계속)

개혁방안	추진방안	대상	세부사안
적극적인 위험 인수를 위한 규제 개혁	새로운 건전성 규제체계 도입	자기자본 3 조원 이상	<p>현행 NCR 규제 등 건전성 규제체계는 기업 자금공급에 대해 높은 수준의 자본부담을 부과하여 종합금융투자사업자의 모험자본 공급을 제약한다는 비판 ⇒ 종합금융투자사업자는 기업에 대한 자금공급이 주된 업무인 만큼, 영업모델의 차별성을 감안하여 건전성 규제를 재정비</p> <p>① 대출자산의 형태, 만기 등에 관계없이 대출자산의 위험수준에 따라 건전성 부담이 결정되는 새로운 NCR 지표(NCR-II) 적용</p> <p>- 현재는 우량 대출자산이라도 만기가 일정기간 이상인 경우 채권액을 영업용순자본에서 전액차감 → 대출자산의 건전성에 따라 영업용순자본에서 부분 차감하는 형태로 전환 * (현행) 만기 3 개월 초과 매입대출채권, 사모사채 등을 취득하거나, 만기가 1 년을 초과하는 대출을 실행할 경우 신용등급에 관계없이 영업용순자본에서 채권액 전체(100%)를 차감하여 NCR 비율이 크게 하락 → (개선) 대출자산의 신용등급에 따라 채권액의 일부(AAA 등급의 경우 1.6%, BBB 8%)만을 차감하여 건전성 부담을 완화 - 대출채권 매매, 사모사채 인수 등 다양한 형태의 자금공급이 활성화 될 수 있는 여건이 조성되고, 기업에 대한 만기 1 년 이상의 중장기 자금공급 능력도 확충</p> <p>② 종합금융투자사업자의 유동성 관리를 강화하고, 조달·운용간의 만기 미스매치를 관리, 감독하기 위한 별도의 유동성 지표 도입</p> <p>* 투자은행은 대출자산을 유동화하여 매각하는 비중이 높아 대출자산이 증가하더라도 조달·운용간 만기불일치에 따른 위험은 관리 가능 → 그러나 새로운 영업구조에 대한 선제적 건전성 관리를 위해 원화 유동성비율(유동부채 대비 유동자산 비율), 유동성 커버리지 비율(1 개월간 현금유출액 대비 고유동성 자산 비율) 등 도입 검토</p> <p>③ 여신건전성에 대한 내부통제기준과 경영실태평가를 강화하고 대손충당금 적립률을 상향조정하는 등 종합금융투자사업자의 손실흡수능력을 제고</p> <p>* (예) ①대손충당금 적립률을 은행 수준으로 상향조정, ②경영실태평가시 대손충당금 적립현황, 연체율, 손실위험도 가중여신비율 등을 추가로 평가, ③금융회사 내부 위험관리 기준에 여신업무 관련 사항 대폭 강화 등</p> <p>④ 종합금융투자사업자가 신규업무를 영위하기 전에 금융감독원이 내부통제기준과 위험관리기준을 평가하여 승인하는 절차를 마련하여 적절한 건전성 통제체계 확립을 지원</p>
	경쟁력 제고를 위한 규제 개혁	자기자본 3 조원 이상 모든 증권사	<p>종합금융투자사업자 신용공여 한도 증액</p> <p>○ 종합금융투자사업자 제도의 도입 취지를 살려, 기업 신용공여업무가 보다 적극적으로 이루어질 수 있도록</p> <p>- 현재 다른 신용공여와 합산하여 자기자본의 100% 이내로 제한*되고 있는 기업신용공여를 별도로 자기자본의 100%까지 허용</p> <p>* 기업신용공여, 신용융자, 예탁증권담보대출 등을 합산하여 자기자본 이내로 제한</p> <p>합병 금융투자사업자의 거래소 지분소유 한도 증액</p> <p>○ 금융투자업자간 합병으로 거래소 지분소유한도(5%)를 초과하는 경우가 발생하고 있으나, 거래소 지분의 특성상 매각이 어려워* 초과지분의 처리가 지연 → 위험상태 장기화, 헐값매각 우려 등</p> <p>* 비상장 주식으로 환금성이 떨어지고, 거래소의 공공성을 감안하여 주주 자격을 제한하고 있는 등 매각 장애요인이 있음</p> <p>- 금융투자업자간 합병에 따라 거래소 지분소유한도를 초과한 경우 금융위원회의 승인을 받아 일정기간 동안 초과지분을 적법하게 소유할 수 있도록 예외 규정 신설 추진</p>
신규업무 확대를 통한 서비스의 다양성 제고	다자간 비상장주식 매매·중개업무 허용	자기자본 3 조원 이상	<p>종합금융투자사업자의 혁신적 비상장 중소기업 발굴 기능을 강화하고 비상장주식 매매인프라를 개선하기 위해</p> <p>○ 종합금융투자사업자에게 다수 거래상대방에 대해 동시에 이루어지는 비상장주식의 매매·중개업무(내부주집행)*를 허용</p> <p>* 금융투자업자 내부에 거래소와 유사한 매매시스템을 구축하여 다수로부터 받은 주문을 처리하는 업무 방식</p> <p>○ 금융투자협회 K-OTC 시장과 유사한 다자간 상대매매 방식의 매매체계를 허용하는 등 거래활성화를 위한 제도적 지원도 병행</p>
	외국환 업무 범위 확대	자기자본 4 조원 이상	<p>종합금융투자사업자에 대해서는 기업 고객과의 현물환 매매 업무를 허용하는 등 기업금융 관련 외국환업무를 확대</p> <p>* 현재 금융투자업자의 경우 금융투자업과 직접 관련되지 않은 대고객 환전업무는 영위하지 못하고 있음</p> <p>○ 외국환업무 범위 확대에 맞춰 「외국환거래법」상 확인·보고의무 및 외환건전성 규제 등을 강화</p> <p>○ 금년 중 관계기관 공동 TF를 통해 외국환 업무범위 확대를 위한 세부 방안을 확정</p>
	부동산 담보신탁 업무 허용	자기자본 8 조원 이상	<p>종합금융투자사업자가 기업 자금공급 등에 있어 보다 종합적인 기업금융 서비스를 제공할 수 있도록</p> <p>○ 현재 은행에만 제한적으로 겸업이 허용*되어 있는 부동산 담보신탁 업무를 자기자본 8 조원 이상 종합금융투자사업자에게 허용</p> <p>* 전업 부동산신탁사외에는 은행에 대해서만 부동산 담보신탁 업무 겸업 허용</p>
종합금융투자 사업자의 글로벌 사업역량 확충	정책금융기관· 국부펀드 협력강화		<p>국내기업의 해외 인프라사업을 종합금융투자사업자가 주관하고 정책금융기관·한국투자공사(KIC) 등이 공동 투자하는 방안 추진</p>
	중소·중견기업 해외 M&A 지원		<p>종합금융투자사업자가 국내 중소·중견기업*의 해외 M&A를 주관하는 경우 성장사다리 M&A 펀드가 공동투자자로 참여하는 등 재무적 지원을 확대</p> <p>* 대기업·금융회사 해외진출, 대형 인프라 투자 등은 KIC가 중심이 되어 지원하고, 중소·중견기업은 성장사다리 M&A펀드가 지원하는 형태로 역할 분담</p>

자료: 금융위, 금융중권

자기자본 수준별 인센티브 제공 방안

자기자본	3조 이상 ~ 4조 미만	4조 이상 ~ 8조 미만	8조 이상
1. 기존 제도에 상응 허용된 업무			
프라이빗보커 업무	○	○	○
기업신용공여	(일반 신용공여와 합산 자기자본 100% 한도)	○ (좌동)	○ (좌동)
2. 금번 대책에서 추가 허용·규제 완화된 업무 (기업금융을 위한 새로운 자금조달 수단 허용)			
발행어음	-	○ (자기자본 200% 한도)	○ (좌동)
종합금융투자계좌	-	-	○
(원활한 기업금융 제공을 위한 규제개편)			
레버리지 규제 적용제외	-	○ (발행어음 한정)	○ (발행어음, 중투계좌 한정)
새로운 건전성 규제체계 마련	○	○	○
신용공여 한도 증액 * 기업 대출을 별도로 자기자본 100%까지 허용	○	○	○
(신규업무 확대를 통한 종합 기업금융서비스 제공)			
다자간 비상장주식 매매·중개 업무	○	○	○
기업환전 등 일반 외국환 업무	-	○	○
부동산 담보신탁	-	-	○
(글로벌 사업역량 확충)			
정책금융기관, 국부펀드 협력 강화	○	○	○
성장사다리 펀드 해외 M&A 지원	○	○	○

자료: 금융위, 키움증권

>>> 대형 IB육성 정책을 감안한 증권주 투자전략

대형 IB육성 정책이 대형 증권사에게 업무 확장 기회 제공에 따른 자본 확충 유인을 제공하진 못하지만, 업계 경쟁과 레버리지 활용도 측면에서 뒤쳐지지 않기 위한 증권사들의 대형화 의지는 강해질 전망이다.

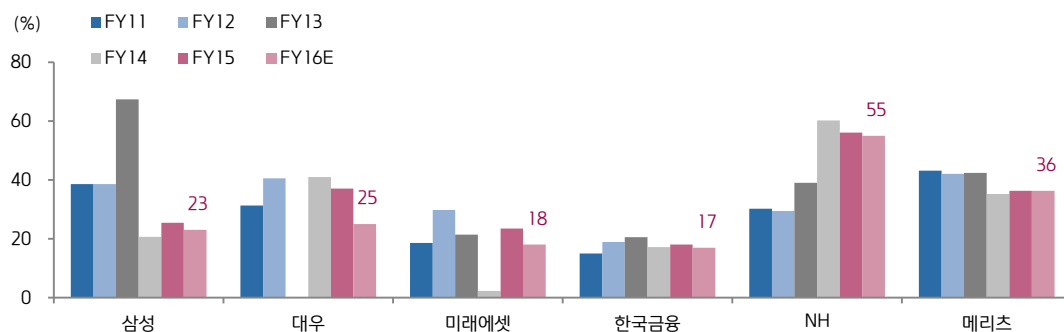
관련해서 1) 자본 규모를 키우기 위한 배당성향 조정과 자본확충 가능성, 2) M&A 시 시너지 효과와 효율화, 3) ROE 제고가 가능한 사업 영역, 4) 업계 구조 개편의 수혜주에 대한 시장의 관심이 높아질 수 있다. 이 레포트에선 단기적 관점에서 1)과 중장기적 관점에서 4)를 중심으로 살펴보기로 한다.

>>> 1) 배당주 관점에서 NH투자증권과 메리츠증권

금융위가 발표한 종합금융투자사업자 제도 개선방안을 활용하기 위해선 단기적으로는 2016년말 자본 규모가 중요하다. 제도 시행이 증권사들의 16년말 기준 자기자본 규모를 기준으로 2017년 2분기부터 시행되기 때문이다. 다만, 이를 실제 자본 확충 시의 인센티브와 자본확충 비용과의 비교, 자금사정 등을 감안해볼 때 증권사들의 자본확충의 실행에는 다소 시간이 소요될 수 있다.

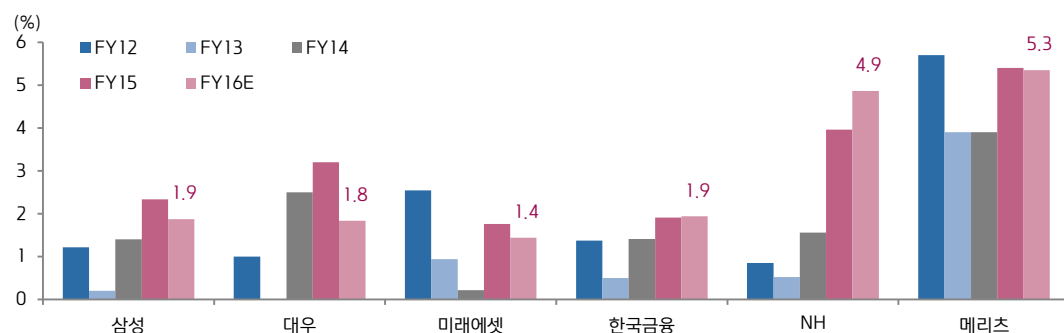
회사 측의 배당에 대한 의지와 과거 배당성향을 감안 시, 2016년 배당주 관점에서의 접근이 유효한 종목은 NH투자증권과 메리츠증권이다.

당사 커버리지 6개사의 배당성향 추이와 예상



자료: 증권업계, 키움증권

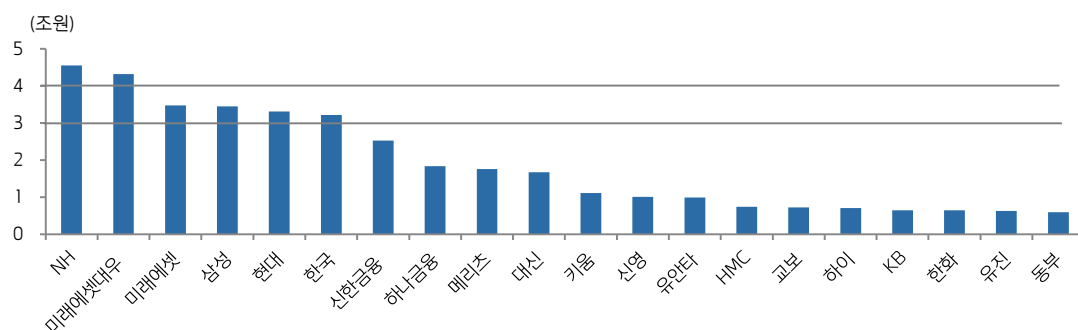
당사 커버리지 6개사의 배당수익률 추이와 예상



자료: 증권업계, 키움증권

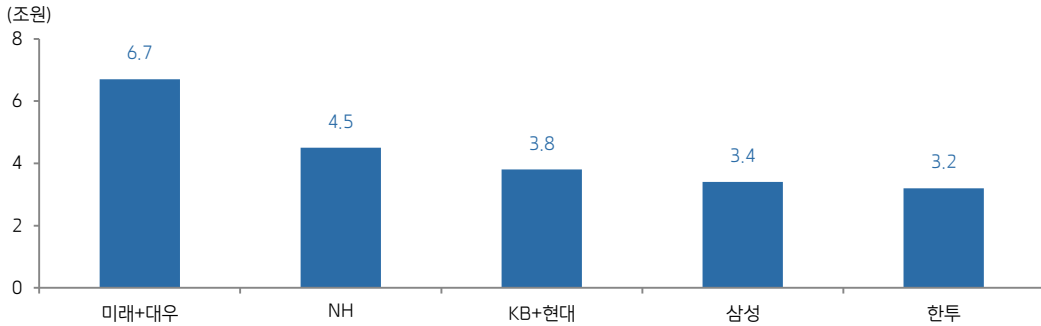
현재 자기자본 규모가 8조원을 상회하는 증권사는 없다. 대부분의 증권사의 자기자본 규모가 4조원 이하라는 점을 감안하면, 단기적 목표 자기자본 규모는 4조원이 될 것이다. 4조원에 소폭 미치지 못하는 한국투자증권과 삼성증권이 그렇다.

증권사 자본 규모



주: 2Q16 기준, 신한금융투자 7월 5천억원 유상증자 결의
자료: 금감원, 키움증권

합병 기준 증권사의 자기자본 규모



주: 3월말 기준
자료: 금융위, 키움증권

한국투자증권은 한국금융지주의 100% 자회사다. 한국투자증권의 증자가 필요하다면 한국금융지주는 차입, 자회사로부터의 배당금 확보와 보유하고 있는 자사주를 활용하는 등 여러 방법이 있을 수 있다. 한국금융지주는 한국투자증권 유증 참여 시 자금 조달 수단뿐만 아니라 이중레버리지 비율 규정도 점검할 필요가 있다. 6월말 기준으로 119%의 이중레버리지 비율은 한국투자증권에 8천억원을 유증 후 146%까지 상승해 기준선인 130%를 상회하게 된다. 다만, 현재 한국투자증권이 연간 2천억정도의 이익을 내고 있고, 자회사로의 배당 등을 감안하면 한국투자증권에의 유증은 한국금융지주의 유증과 연계되지 않을 개연성도 있다. 다만, 한국투자증권이 중요시 하는 IB업무에서의 자본규모의 중요성과 적극적인 영업 개시에 들어간 한국투자캐피탈과 카카오뱅크를 감안하면, 지주 내 자본 활용도에 대한 고심은 지속될 수 있다.

한국금융지주의 종속기업 투자 현황

	지분율	장부금액
한국투자증권(주)	100	2,943
한국투자파트너스(주)	100	110
(주)한국투자저축은행	100	178
한국투자캐피탈(주)	100	166
이큐파트너스(주)	94.5	35
한국카카오(주)	54	54
KIARA CAPITAL PTE. LTD	100	5
KIARA CAPITAL 2 PTE.LTD	100	0
KIARA ADVISORS PTE.LTD	100	0
합계		3,410

자료: 키움증권

삼성증권의 경우 그룹지배구조 변경과 금융그룹 내 자원 활용도를 감안해서 필요 시 자본확충을 해 나갈 것으로 예상한다. 미래에셋대우증권 등과 함께 영구채 발행 여부도 검토하고 있고 있다고 하나 자본으로 인정받기는 쉽지만은 않아 보인다. 단기적으로 활용 가능한 것은 자사주이나, 충분치 않다.

>>> 2) 업계 구조개편관점에서 금융지주계열 증권사 주목

업계 구조개편 관점에서 시장에서 주목하고 있는 증권사는 미래에셋증권과 미래에셋대우증권이다. 합병 시 업계 내에서 자기자본 규모가 가장 커지고, 그간 금융위가 발표하는 대형IB 육성 정책에 가장 적극적으로 대응했기 때문이다. 이미 미래에셋증권은 관련 기대감으로 주가가 저점 대비 33% 상승했다.

미래에셋그룹은 11/4일 주주총회를 앞두고 주식매수청구권 가격을 하회하는 미래에셋대우증권 주가로 고민 중이다. 만약, 주주총회에서 합병 결의안이 통과된다면 미래에셋대우증권과 미래에셋증권은 12월 합병 예정이다.

미래에셋증권과 미래에셋대우증권은 잠재력을 이제 숫자로 입증해야 할 시기가 다가오고 있다. 대우증권 인수 직후 미래에셋그룹은 적극적인 영업행태를 보이고 있다. 비지니스 분야를 다각화하고 수익성을 강화한다는 측면에서 동사의 행태는 긍정적이지만, 자금 조달 여력과 가용자본 측면에서 이슈는 불거질 개연성이 높다.

동사가 추구하는 비즈니스인 PI와 해외진출에서의 가시적 성과, 합병을 통한 시너지 창출과 사업비 효율화 작업 등을 위해서는 시간이 필요하다.

미래에셋대우증권과 미래에셋증권 합병 법인의 레버리지 비율은 912%로 예상되며, 주식매수청구금액이 5000억원 정도일 경우 986%까지 상승할 수 있다. 또한 주식매수청구 금액이 3천억원을 초과 시에는 미래에셋대우증권과 구 NCR비율이 200%를 하회하게 되어 합병법인은 신규 장외파생상품 매매가 제한될 우려가 있다. 이는 합병법인의 적극적인 영업행태를 제한할 가능성이 높다.

미래에셋대우증권과 미래에셋증권 합병법인의 대차대조표와 주요 수치 (십억원)

		합병전		합병조정분개	합병후 (추정)
		미래에셋증권	미래에셋대우		
대차대조표	현금 및 현금성자산	140	766		905
	당기손익인식금융자산	16,670	18,833	-27	35,476
	매도가능금융자산	1,866	5,986	-0	7,852
	종속기업/관계기업투자	4,950	2,079	-2,321	4,708
	파생상품자산	687	730	-77	1,340
	대여금 및 수취채권	5,760	8,804		14,565
	유형자산	10	243	79	333
	투자부동산		55	13	67
	무형자산	31	55	572	657
	당기법인세자산	33	33		66
	이연법인세자산			421	421
	기타자산	74	57		132
	[자산총계]	30,221	37,642	-1,339	66,523
	예수부채	1,256	3,216		4,471
	당기손익인식금융부채	9,368	12,054	-97	21,325
	차입부채	11,353	11,453		22,806
	발행사채	780	1,268	8	2,056
	파생상품부채	1,253	1,462	-71	2,645
	충당부채	5	18		23
	이연법인세부채	74	14	-88	
	기타부채	2,651	3,838		6,489
	[부채총계]	26,741	33,323	-247	59,816
	자본금	571	1,074	1,127	3,402
	자본잉여금	1,447	660	-263	1,844
	자본조정	-50	-106	106	-50
	기타포괄손익누계액	96	139	-140	95
	이익잉여금	1,415	1,922	-1,922	1,415
	[자본총계]	3,480	4,319	-1,092	6,707
발행주식수(전주)		114,286	326,700		666,316
유통주식수(전주)		113,719	323,227		661,157
DPS(발행주식수기준, 원/주)		30,454	13,219		10,066
DPS(유통주식수기준, 원/주)		30,606	13,361		10,144
레버리지비율		795	777		912
구 NCR 비율		221	399		215

자료: 키움증권

미래에셋그룹은 이를 타개하기 위한 방안을 이미 다각도로 모색해 놓았다. 1) 합병법인의 자사주 21%를 활용하는 방안, 2) 보통주 신주 발행(미래에셋대우의 정관변경을 통해 발행예정주식의 총수를 6억주에서 10억주로 변경), 3)보통주 외의 주식 발행(정관변경: 회사 발행 주식 종류를 보통주와 우선주로 한정→보통주와 종류주식(우선주, 상환주, 전환주, 등)으로 변경), 4) 신주인수권(배정방식 변경), 5) 차입 등이 있다. 동사는 구NCR비율이 200% 하회 시 투자자산 조정을 통한 총위험액의 일시적 축소 또는 영구채 또는 후순위채 발행 및 자기주식 처분 등 다양한 자본확충 방안을 강구, 구 NCR비율을 200%를 상회하게 할 의지를 표명했다.

동사가 추구하는 비즈니스가 PI와 IB업무 등 자본소요가 큰 사업임을 감안 시, 일시적인 자산 조정 방안 보단 자사주 활용 등 실질적 자본확충이 중장기 사업 안정성을 확보하는데 기여할 것으로 예상된다. 다만, 최대주주인 미래에셋캐피탈(관계자 지분 포함)의 합병법인에 대한 지분이 18.94%임을 감안하면, 자사주를 장내 매각할 개연성은 적어보인다.

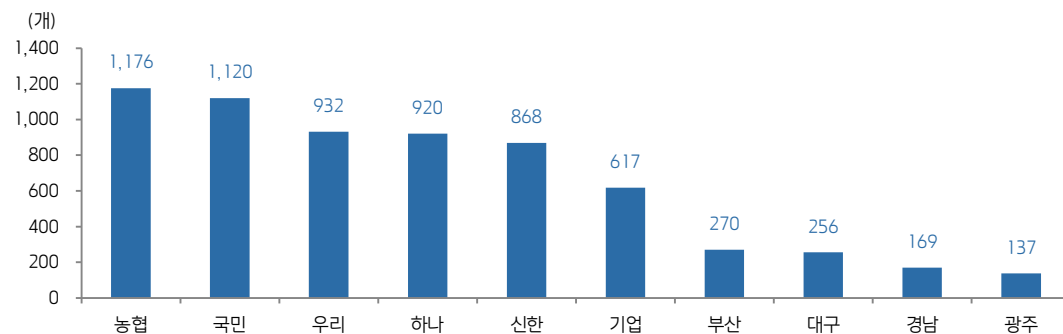
이익 추정치 하향으로 미래에셋대우증권에 대한 목표주가를 조정해야 하나, 당사는 합병 절차 진행 과정 검토 후 동사에 대한 투자의견을 조정할 예정이다.

업계 구조개편의 또 다른 수혜주는 금융지주 내 계열 증권사다.

시장은 초대형 IB에 대해, IB관련 업무에 대해 관심이 많다. PI와적극적인 해외 진출, IB업무에 주력하는 초대형IB가 가시적 성과를 입증하기까진 시간이 필요하다.

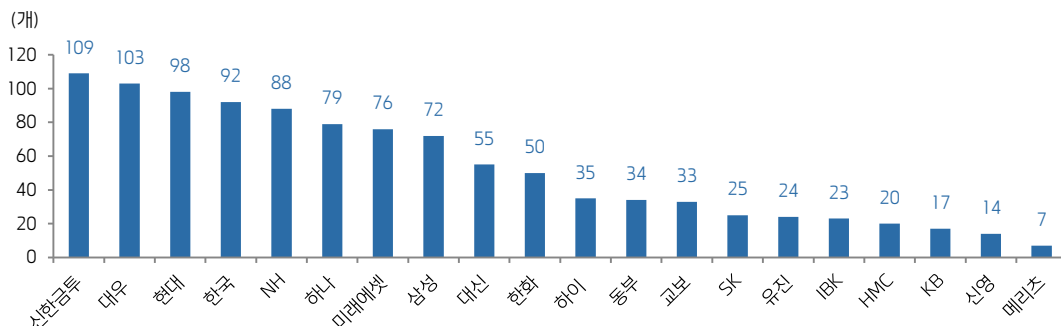
반면, 금융지주 계열 증권사 성과는 상대적으로 빠르게 입증할 수 있다. 최근 업계 구조조정 과정에서 보이는 특징 중의 하나는 제조업 계열 증권사의 쇠퇴와 금융지주 계열 증권사의 대형화이다. 이는 전통적인 은행 비즈니스 이외의 수익원 창출이 필요한 금융지주의 전략적 선택이지만, 금융당국이 추구하는 금융업권간 규제 완화 스탠스와도 부합한다. 금융지주 내에서의 은행점포를 영업점포로 활용할 수 있다는 장점과 금융지주의 충분한 자금여력을 감안하면, 금융지주 계열 증권사는 경쟁사 대비 상대적으로 우위에 있다. 특히, 2017년엔 6월 이후 복합점포의 활성화 가능성을 감안하면, 리테일 영업 측면에서 금융지주 계열 증권사의 부각은 가시화될 예정이다.

국내 은행 지점 수 현황



주: 2Q16 기준, 지점+출장소 기준, 자료: 금감원, 키움증권

국내 증권사 지점 수 현황

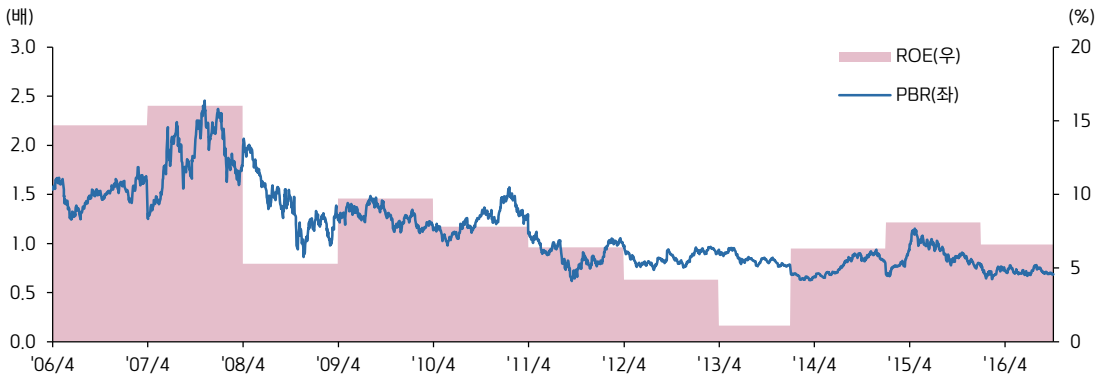


주: 2Q16 기준, 지점+영업소 기준, 자료: 금감원, 키움증권

IV. 투자의견과 종목별 목표주가

증권업종에 대한 투자의견 Overweight을 유지한다. 이유는 1) 단기적으로 고통의 시기가 있지만, 장기적 측면에서 인구 고령화와 저금리는 증권주에 유리한 환경이며, 2) 17년도 주식시장 (KOSPI+KOSDAQ 기준)의 일평균거래대금이 8.6조원으로 브로커리지 영업 부분은 올해 대비 견조할 전망이다, 3) ROE대비 PBR 측면에서 현 주가는 PBR 0.7배로 역사적 하단에 머물고 있기 때문이다.

당사 커버리지 6개 증권사의 합산 ROE와 PBR 추이



주: 2Q16 기준, 지점+영업소 기준, 자료: 금감원, 키움증권

>>> 업종 Top Pick으로 NH투자증권 유지

업종 Top Pick으로 NH투자증권을 유지한다. 당사는 하반기로 갈수록 배당주로서의 매력도가 점증될 전망이다. 경쟁사와 같이 ELS관련 손익 면에서 부진한 흐름을 이어가고 있으나, 사업비 절감과 IB부문 수익성 강화로 16년 순이익은 14% 증가할 예정이다. NH농협은행이 총당금 이슈로 고전하고 있는 가운데, 동사의 수익성 개선 노력은 더욱 강화될 것이며, NH금융지주의 자회사로서 배당에 대한 Needs도 강할 것으로 예상된다. 또한 금융지주 계열사로서 은행 지점을 활용한 Operating Leverage도 성장사 중 크다.

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

		NH 투자증권	메리츠증권	삼성증권	한국금융지주	미래에셋증권	미래에셋대우증권
투자 의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		13,500	4,800	46,000	62,000	32,000	11,000
현재주가		9,980	3,340	34,850	40,100	22,800	7,880
시가총액		2,809	1,659	2,664	2,235	2,606	2,574
ROE	FY15	4.8	21.2	7.9	10.7	5.9	7.0
	FY16E	5.4	13.6	5.5	8.3	5.8	4.2
	FY17E	6.0	13.5	5.9	8.5	6.8	4.8
	FY18E	6.1	13.1	6.1	8.7		5.3
순영업수익	FY15	1,077	800	996	1,002	477	1,005
	FY16E	941	654	841	972	1,002	780
	FY17E	972	687	866	1,021	1,246	858
	FY18E	1,007	719	901	1,066		894
당기순이익	FY15	215	296	275	324	170	298
	FY16E	246	244	196	269	205	184
	FY17E	281	262	213	290	252	220
	FY18E	291	280	232	311		251
자본총계	FY15	4,542	1,719	3,524	3,170	3,429	4,385
	FY16E	4,564	1,869	3,554	3,264	3,650	4,460
	FY17E	4,733	2,020	3,706	3,457	3,779	4,606
	FY18E	4,862	2,263	3,853	3,651		4,832
자산총계	FY15	41,706	14,429	30,994	31,521	28,416	34,842
	FY16E	47,908	16,306	31,963	36,613	66,387	38,142
	FY17E	50,419	17,491	34,326	39,808	68,990	39,829
	FY18E	53,211	19,557	37,096	43,299		42,105
PBR	FY15	0.6	0.9	0.8	0.8	0.6	0.7
	FY16E	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
	FY17E	0.6	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6
	FY18E	0.6	0.7	0.6	0.6		0.5
PER	FY15	13.2	4.9	10.9	8.2	10.7	10.7
	FY16E	11.4	6.2	12.3	8.0	12.6	13.8
	FY17E	10.0	5.8	11.3	7.4	10.3	11.6
	FY18E	9.6	5.4	10.4	6.9		10.1
BPS	FY15	15,887	4,528	49,283	59,575	37,149	13,258
	FY16E	16,235	4,122	51,439	61,359	31,123	13,702
	FY17E	16,575	4,455	53,638	65,023	32,664	14,045
	FY18E	17,106	4,990	55,770	68,698		14,621
EPS	FY15	767	780	3,847	6,035	2,190	924
	FY16E	877	538	2,842	5,015	1,805	571
	FY17E	1,000	577	3,085	5,395	2,215	681
	FY18E	1,037	618	3,354	5,800		779
배당성향	FY15	56.1	36.3	25.5	18.1	23.4	37.1
	FY16E	55.0	36.3	23.0	17.0	18.0	25.0
	FY17E	55.0	36.3	23.0	17.0	18.0	25.0
	FY18E	56.0	36.3	28.0	17.0		25.0
DPS	FY15	400	230	1,000	1,000	350	330
	FY16E	480	180	650	780	330	150
	FY17E	550	190	710	840	400	170
	FY18E	580	190	940	900		200
배당수익률	FY15	4.0	5.4	2.3	1.9	1.8	3.0
	FY16E	4.8	5.4	1.9	1.9	1.4	1.9
	FY17E	5.5	5.7	2.0	2.1	1.8	2.2
	FY18E	5.8	5.7	2.7	2.2		2.5

자료: 증권업계, 키움증권

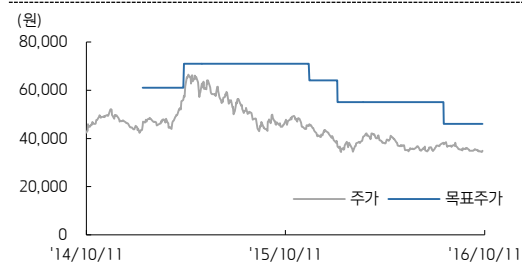
투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
삼성증권 (016360)	2013-05-15	BUY(Maintain)	65,000원
	2013-05-27	BUY(Maintain)	65,000원
	2013-05-27	BUY(Maintain)	65,000원
담당자변경	2014-01-14	BUY(Maintain)	65,000원
	2014-11-30	BUY(Reinitiate)	55,000원
	2014-12-16	BUY(Maintain)	61,000원
	2015-04-08	BUY(Maintain)	71,000원
	2015-05-19	BUY(Maintain)	75,000원
	2015-07-16	BUY(Maintain)	75,000원
	2015-10-02	BUY(Maintain)	75,000원
	2015-11-24	BUY(Maintain)	68,000원
	2016-01-15	BUY(Maintain)	55,000원
	2016-04-19	BUY(Maintain)	55,000원
	2016-05-17	BUY(Maintain)	55,000원
	2016-07-28	BUY(Maintain)	46,000원
	2016-10-11	BUY(Maintain)	46,000원
한국금융지주 (071050)	2013-11-20	BUY(Upgrade)	48,000원
	2014-01-14	BUY(Maintain)	50,000원
	2014-11-30	BUY(Reinitiate)	70,000원
담당자변경	2014-12-16	BUY(Maintain)	70,000원
	2015-01-23	BUY(Maintain)	70,000원
	2015-04-08	BUY(Maintain)	80,000원
	2015-05-19	BUY(Maintain)	87,000원
	2015-06-26	BUY(Maintain)	87,000원
	2015-07-23	BUY(Maintain)	87,000원
	2016-01-15	BUY(Maintain)	72,000원
	2016-04-19	BUY(Maintain)	72,000원
	2016-05-30	BUY(Maintain)	67,000원
	2016-07-28	BUY(Maintain)	62,000원
	2016-10-11	BUY(Maintain)	62,000원
NH투자증권 (05940)	2013-04-26	Outperform(Maintain)	13,000원
	2014-01-14	BUY(Upgrade)	12,000원
	2015-05-19	Outperform(Reinitiate)	15,500원
담당자변경	2015-12-01	BUY(Upgrade)	13,500원
	2016-01-15	BUY(Maintain)	12,500원
	2016-04-19	BUY(Maintain)	12,500원
	2016-05-16	BUY(Maintain)	12,500원
	2016-07-28	BUY(Maintain)	13,500원
	2016-08-03	BUY(Maintain)	13,500원
	2016-10-11	BUY(Maintain)	13,500원

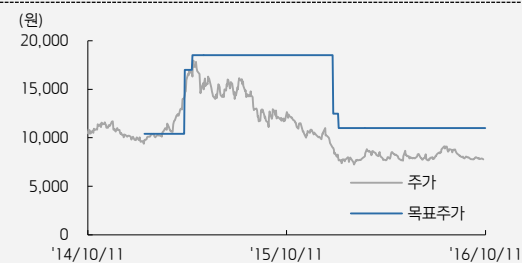
종목명	일자	투자 의견	목표주가
대우증권 (06800)	2013-10-25	Marketperform(Maintain)	9,200원
	2014-01-14	Marketperform(Maintain)	8,000원
	2014-12-16	Marketperform(Reinitiate)	10,400원
담당자변경	2015-04-08	BUY(Upgrade)	17,000원
	2015-04-22	BUY(Maintain)	18,500원
	2015-05-19	BUY(Maintain)	18,500원
	2015-07-16	BUY(Maintain)	18,500원
	2015-10-02	BUY(Maintain)	18,500원
	2015-01-05	BUY(Maintain)	12,500원
	2016-01-15	BUY(Maintain)	11,000원
	2016-04-19	BUY(Maintain)	11,000원
	2016-07-28	BUY(Maintain)	11,000원
	2016-10-11	BUY(Maintain)	11,000원
미래에셋증권 (037620)	2013-05-15	BUY(Maintain)	63,000원
	2013-05-27	BUY(Maintain)	63,000원
	2013-06-19	BUY(Maintain)	60,000원
담당자변경	2013-06-26	BUY(Maintain)	60,000원
	2013-11-14	BUY(Maintain)	44,000원
	2013-11-18	BUY(Maintain)	44,000원
	2014-01-14	BUY(Maintain)	47,000원
	2014-12-16	Marketperform(Reinitiate)	53,000원
	2015-04-08	BUY(Upgrade)	65,000원
	2015-05-19	BUY(Maintain)	65,000원
	2015-09-09	Marketperform(Downgrade)	36,000원
	2016-01-15	BUY(Upgrade)	29,000원
	2016-03-31	BUY(Maintain)	29,000원
	2016-04-19	BUY(Maintain)	29,000원
	2016-05-16	BUY(Maintain)	29,000원
	2016-07-28	BUY(Maintain)	32,000원
	2016-08-17	BUY(Maintain)	32,000원
	2016-10-11	BUY(Maintain)	32,000원
메리츠증권 (08560)	2015-05-19	BUY(Initiate)	7,200원
	2015-07-06	Outperform(Downgrade)	7,200원
	2015-08-04	Outperform(Maintain)	7,200원
	2015-09-14	BUY(Upgrade)	7,200원
	2016-01-15	BUY(Maintain)	5,300원
	2016-04-19	BUY(Maintain)	5,300원
	2016-05-03	BUY(Maintain)	5,300원
	2016-07-28	BUY(Maintain)	4,800원
	2016-08-02	BUY(Maintain)	4,800원
	2016-10-11	BUY(Maintain)	4,800원

목표주가 추이 (2개년)

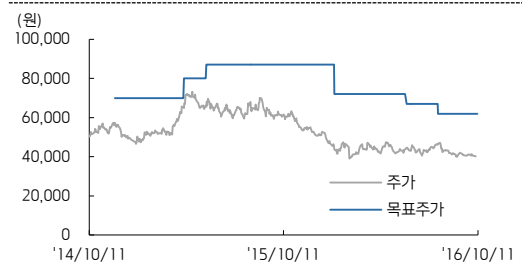
삼성증권



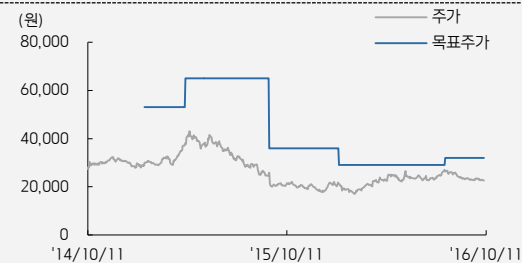
대우증권



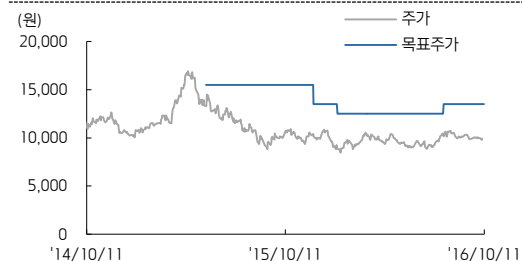
한국금융지주



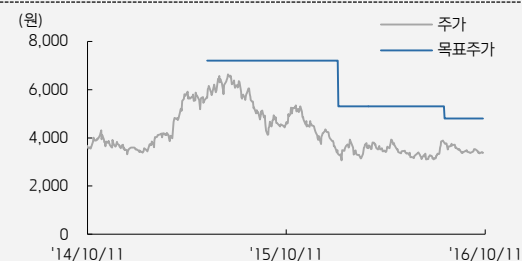
미래에셋증권



NH투자증권



메리츠증권



투자익전 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 (2015/10/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%