

증권

Overweight
(Maintain)

2017.4.17

1Q17E Preview

: 견조한 실적과 기대의 현실화

1분기 증권사 순이익은 시장컨세서를 12% 상회할 예상입니다. 증익의 주요인은 운용이익 증가입니다. 초대형 IB 업무가 점차 본격화되며 기대와 우려가 현실화될 것으로 예상됩니다. 증권주 주가 흐름은 KOSPI지수와 연동될 전망입니다.

Top Picks로 NH투자증권을 유지, 한국금융지주를 제시합니다.



은행/증권/보험

Analyst 김태현

02) 3787-4904

thkim@kiwoom.com

RA 서혜원

02) 3787-5036

hwseo@kiwoom.com

키움증권 



I. 1Q17E Preview: 운용이익 호조
로 컨센서스 12% 상회 예상 3

II. 증권업계 이슈 분석 9

- > ELS 현황 점검 9
- > 채권 운용 점검 11

III. 현실화되는 기대 13

- > 부익부 빈익빈 13

IV. 증권업 투자이견 및
Top Picks 16

- 당사는 4월 14일 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.

견조한 실적과 기대의 현실화

>>> 1Q17E Preview: 컨센서스 12% 상회

1분기 증권사 순이익(지배주주 순이익, 당사 커버리지 5개사 합산 기준)은 4,035억원(+24.1YoY, +520.4%QoQ)으로 시장 컨센서스를 12% 상회할 예정이다. 작년 하반기 급등했던 시중금리가 안정화되고 트럼프 대통령 취임 후 인플레이션에 대한 기대로 증시가 견조한 흐름을 이어가며, 상품 운용 이익 증가가 실적 호조를 견인했다. 시장 컨센서스를 상회하는 실적을 발표할 것으로 예상되는 증권사는 한국금융지주, 메리츠증권과 NH투자증권이다.

>>> ELS현황 점검

1분기 증권사 실적 호조의 주역은 ELS이다. 이와 관련해 시장의 관심은 'ELS가 지속적으로 증권사 주수익원으로서 역할을 수행할 수 있는가'이다. 당사는 현재 뚜렷한 대안상품이 부재한 가운데, 증권사들이 ELS상품을 진화시키면서 판매하려는 노력을 지속할 것으로 예상된다. 최근 국회에서 장외파생업무 취급 기준 변경으로 증권사의 발행 부담이 완화된 점은 긍정적이나, 수익성은 금융당국의 규제, 고객의 수요와 업계 경쟁으로 2014~2015년 대비 낮아질 것이며 발행잔액도 급증하긴 쉽지 않을 것으로 예상된다.

>>> 부익부 빈익빈

초대형IB의 발행어음 인가는 빠르면 6~7월경에 이뤄져서 관련 상품 출시가 2~3분기에 가시화될 것으로 예상된다. 막연한 기대와 우려가 가시화될 시점이다. 초대형 IB부상과 함께 증권업계의 업계 구조 개편은 본격화될 전망이다. 증권업계는 현재 완전경쟁시장 체제에서 과점시장 형태로 변모해 갈 것이다. 속도는 점진적으로 이뤄질 것으로 예상된다, 금리 상승과 함께 가속도가 붙을 수 있다.

>>> 증권주, KOSPI 방향성이 중요

이익 가시성이 뚜렷하지 않은 상황에서 증권주는 당분간 KOSPI와 흐름을 같이할 전망이다. 지수 상승은 증권주 투자심리에 우호적일 뿐만 아니라, 부동산금이 주식시장으로 유입될 수 있는 계기로 작동해 증익 기대로 이어질 수 있다. 증권주 Top Picks로 NH투자증권을 유지하고, 한국금융지주를 제시한다.

I. 1Q17E Preview: 운용이익 호조로 컨센서스 12% 상회 예상

1분기 증권사 순이익(지배주주 순이익, 당사 커버리지 5개사 합산 기준)은 4,035억원(+24.1%YoY, -520.4%QoQ)으로 시장 컨센서스를 12% 상회할 예정이다. 작년 하반기 급등했던 시중금리가 안정화 되고 트럼프 대통령 취임 후 인플레이션에 대한 기대로 증시가 견조한 흐름을 이어가며, 상품 운용 이익 증가가 실적 호조를 견인했다. 반면, 증권사 브로커리지 수익은 업계 경쟁이 심화되면서 부진한 흐름을 이어가고 있다.

전년동기비 순이익은 24% 증가할 예정이다.

주요인은 1) ELS 조기상환 및 발행 증가에 따른 운용수익과 2) IB수수료 수익 증가에 기인한다. ELS의 주요 기초자산인 HSCEI가 10,000pt를 상회하면서 2015년 초 발행됐던 물량의 조기상환이 활발히 이뤄졌고, 이에 따라 발행 규모도 증가했다. 1Q17 ELS조기상환과 발행 규모는 20.7조원과 19.9조원으로 전년동기 대비 각각 428%, 99% 급증했다.

환율 상황은 우호적이지 않았으나 자산의 기초변수(금리, 지수)가 헤지 운용 상황에 우호적으로 작용했고, 작년말 증권사들이 관련 부채평가를 보수적으로 쌓아놓은 영향으로 운용수익 증가가 두드러졌다.

IB수수료 수익은 채무보증 규모 증가에 따른 관련 수수료 수익 증가와 해외부동산 Sell-down 물량 확대에 따라 증가했다.

커버리지 5개 증권사 합산 1Q17E 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	%YoY	%QoQ	컨센서스	FY16	FY17E	FY18E
순영업수익	1,132	1,195	1,185	849	1,263	11.6	48.8		4,360	4,777	5,018
순수수료손익	603	690	629	645	622	3.2	-3.5		2,567	2,557	2,592
순이자이익	583	588	591	565	583	0.0	3.2		2,327	2,340	2,470
상품운용+기타이익	-63	-94	-45	-361	58	흑전	흑전		-563	-119	-44
판매비와관리비	717	751	718	846	758	5.8	-10.4		3,032	3,010	3,030
영업이익	415	444	466	2	505	21.6	21,644.2		1,328	1,767	1,989
세전이익	412	442	466	32	514	24.8	1,522.9		1,352	1,811	2,033
당기순이익	324	334	359	20	399	22.9	1,924.4		1,037	1,400	1,566
지배주주순이익(연결순이익)	325	335	362	65	403.5	24.1	520.4	360	1,087	1,415	1,582
ROE	6.2	7.3	7.2	1.3	7.9	1.6	6.6		5.8	6.7	8.4

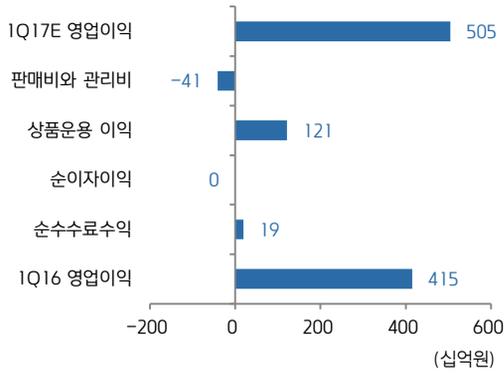
주: 미래셋대우는 1Q16~3Q16까지 분기별수익은 개별기준 합산 기준, 자료:키움증권

커버리지 5개 증권사 합산 1Q17E 실적 상세 내역 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	%YoY	%QoQ	FY16	FY17E	FY18E
순영업수익	1,096	1,139	1,082	809	1,225	11.7	51.3	4,127	4,622	4,857
순수수료수익	565	650	591	603	582	3.1	-3.4	2,409	2,393	2,428
수수료수익	675	758	702	731	689	2.1	-5.7	2,867	2,833	2,872
수탁수수료	354	367	341	302	300	-15.4	-0.5	1,364	1,249	1,244
금융상품판매수수료	117	131	122	103	112	-4.4	8.7	473	456	480
IB 관련수수료	70	69	70	141	94	34.1	-33.1	350	384	371
기타수수료 수익	133	191	170	185	183	37.2	-1.3	680	744	777
(수수료 비용)	107	113	117	128	107	0.0	-16.3	465	440	443
순이자이익	559	560	563	537	555	-0.8	3.2	2,219	2,226	2,353
상품운용+ 기타영업이익	23	0	-5	-331	88	흑전	흑전	-313	3	76
판매비와 관리비	681	707	674	800	713	4.7	-10.9	2,863	2,829	2,848
영업이익	415	432	408	9	512	23.2	5,638.7	1,264	1,793	2,009
세전이익	426	431	406	42	525	23.1	1,159.4	1,305	1,851	2,067
당기순이익	329	331	314	36	398	20.9	1,008.3	1,083	1,398	1,561

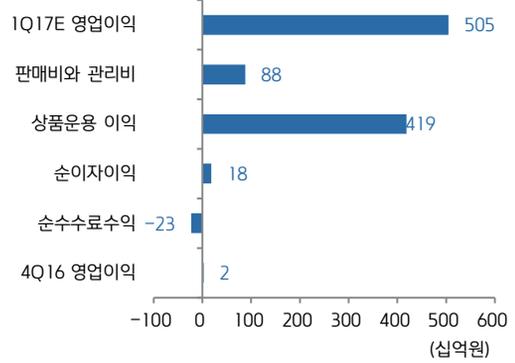
주: 한국금융지주는 한국투자증권 실적만 감안, 자료:키움증권

전년동기비 실적 증가 요인: 상품운용이익+IB수수료 수익



주: 판매비 +의 의미는 전년동기비 감소 의미, 자료: 키움증권

전분기 대비 이익 급증. 전분기 결산 비용 영향



주: 판매비 +의 의미는 전년동기비 감소 의미, 자료: 키움증권

주택수수료 수익은 3,000억원으로 전년동기비 15.4%, 전분기 대비 0.5% 감소할 전망이다. 1Q17 일 평균거래대금(KOSPI+KOSDAQ 기준)은 7.5조원으로 전년동기비 0.4조원, 전분기대비 0.4조원 증가했다. 일평균 거래대금은 7~8조원대에서 머물고 있으나, 브로커리지 수수료율 하락이 가파르다. 대형사를 중심으로 비대면 채널을 육성하기 위한 출혈경쟁이 본격화되고 있다.

해외증권 브로커리지수익은 아직 정체 수준으로 보이고 있다. 16년 당사커버리지 5개사 합산 기준으로 해외증권 브로커리지 수익은 분기평균 6,700억원 수준이다.

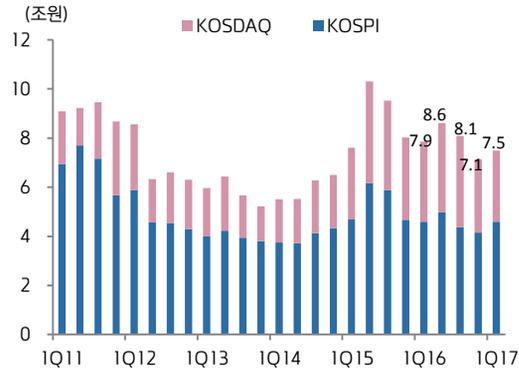
미래에셋대우를 시작으로 대형사들이 해외주식 브로커리지 영업 기반을 확대하고 있다는 점을 감안하면, 향후 이 부분 수익이 증가하는지 여부가 주목된다.

금융상품수수료 수익은 정체이나, ELS 판매수수료는(현행 회계에선 금융상품 판매수수료 수익에서 제외) 발행 물량이 428%YoY 급증하며 증가했을 것으로 추정된다. 다만, 최근 ELS 판매는 증권사 지점보다는 신탁 계정을 활용한 은행 창구 판매 규모가 증가해 증권사의 판매수수료 규모는 발행 물량 증가 규모와 비례하진 않을 것으로 예상된다.

IB수수료 수익은 943억원(기타수수료 수익 포함시 2,774억원)으로 34.1%YoY 증가가 예상된다. 국내 증권사들의 채무보증 규모가 20조원을 상회하면서 꾸준히 들어오는 수수료수익과 해외부동산 중심의 Sell down 비즈니스 활성화 때문이다.

최근에는 상위권사를 중심으로 경쟁 강도가 심해지면서, 일부 증권사는 구조화 증권을 Sell down 하지 못하고 미매각 물량으로 남아 있는 것도 발생하고 있다.

1Q17 분기 일평균 거래대금 7.5조원



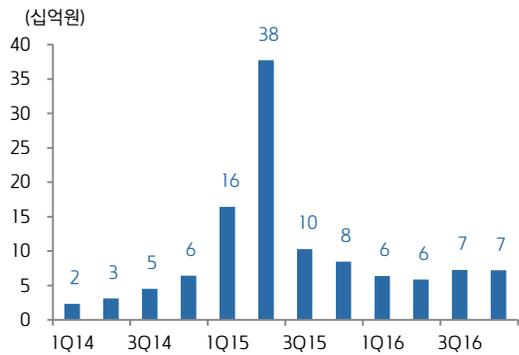
주: KOSPI+KOSDAQ 합산 기준, 자료: Fnguide, 키움증권

국내 증권사 자본증권 수수료율 추이



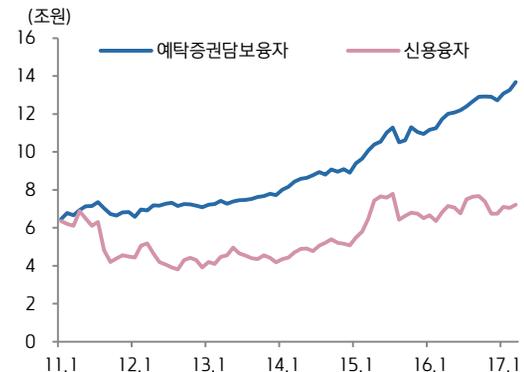
주: 연간 누계기준 자료: Fnguide, 키움증권

해외증권 브로커리지 수수료 수익 추이



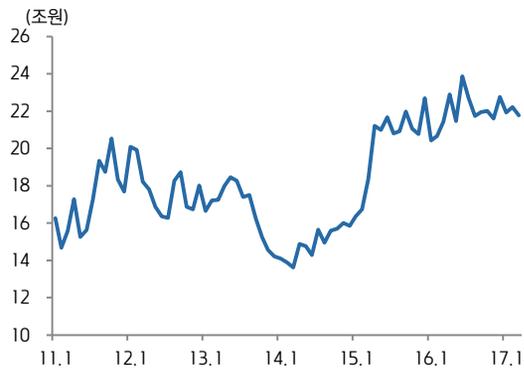
주: 당사커버리지 5개사 합산 기준, 자료: 금감원, 키움증권

신용공여: 12월 19.5→3월 20.9→4월 21.0조원



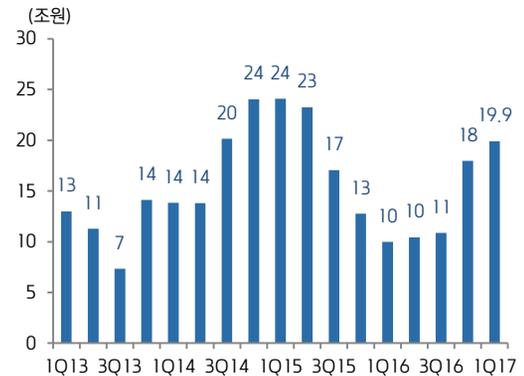
자료: 금융투자협회, 키움증권

고객예탁금: 12월 22.8→3월 21.8→4월 22.1조원



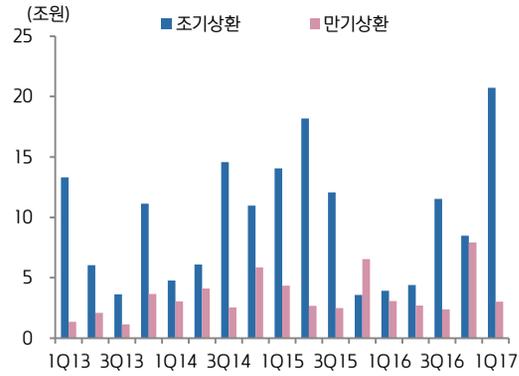
자료: 금융투자협회, 키움증권

분기별 ELS 발행액 추이



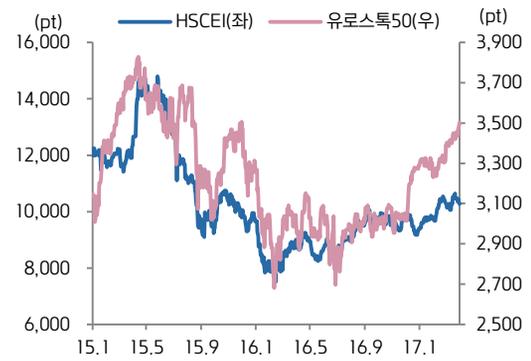
자료: 예탁결제원, 키움증권

분기별 ELS 상환액 추이



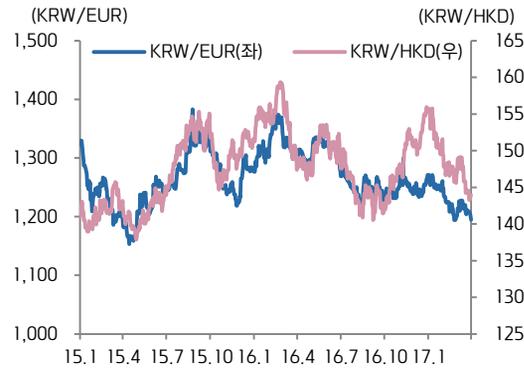
자료: 예탁결제원, 키움증권

홍콩 HSCEI지수와 유로스톡50지수 추이



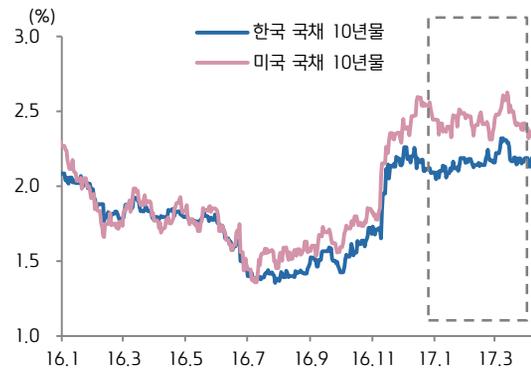
자료: Bloomberg, 키움증권

홍콩달러, 원화 대비 약세



자료: Bloomberg, 키움증권

국채 10년물, 3월 초 이후 하향 한정화



자료: Bloomberg, 키움증권

대부분 증권사들의 실적은 컨센서스에 부합하거나 상회한다.

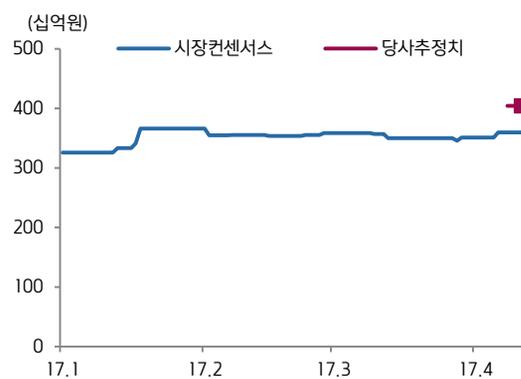
시장 컨센서스와 부합하는 실적을 발표할 것으로 예상되는 증권사는 미래에셋대우증권과 삼성증권이다. 한국금융지주는 ELS자체운용 비중 확대에 따른 운용수익 증가와 우리은행 배당금 104억원, 한국투자증권 자회사 실적 호조로 당기순이익이 시장 컨센서스를 20% 상회할 것으로 전망한다. 메리츠증권은 상품운용수익 호조로 NH투자증권은 파크원 관련 수익 인식과 ELS 발행 증가로 순이익이 시장 컨센서스를 각각 28%, 12% 상회할 예정이다.

개별 증권사별 1Q17E 실적 전망(단위: 십억원, %)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	%YoY	%QoQ	컨센서스
미래에셋 대우증권	순영업수익	301	315	316	54	316	5.3	481.2	
	영업이익	110	102	115	-203	112	2.3	흑전	
	당기순이익	83	80	91	-111	86	2.5	흑전	85
	ROE	4.3	4.1	4.6	-8.1	5.1	0.9	13.2	
NH 투자증권	순영업수익	251	222	234	227	271	7.9	19.5	
	영업이익	86	88	90	39	103	20.0	166.4	
	당기순이익	64	67	68	37	82	27.0	120.1	73
	ROE	5.7	5.9	5.9	3.2	7.1	1.4	3.9	
한국금융지주	순영업수익	242	233	267	256	272	12.4	6.3	
	영업이익	90	76	115	83	111	23.3	33.7	
	당기순이익	81	53	90	56	97	19.8	73.2	81
	ROE	10.2	6.6	11.1	6.8	11.4	1.2	4.6	
삼성증권	순영업수익	206	220	205	163	224	8.7	37.4	
	영업이익	62	68	65	16	75	21.0	368.8	
	당기순이익	46	52	50	25	58	26.1	132.0	57
	ROE	5.4	6.1	5.7	2.8	5.8	0.4	3.0	
메리츠 증권	순영업수익	132	204	162	149	180	36.4	20.8	
	영업이익	68	109	81	68	104	52.9	52.9	
	당기순이익	50	83	63	57	82	64.0	43.9	64
	ROE	11.9	19.4	14.1	12.4	17.3	5.4	4.9	

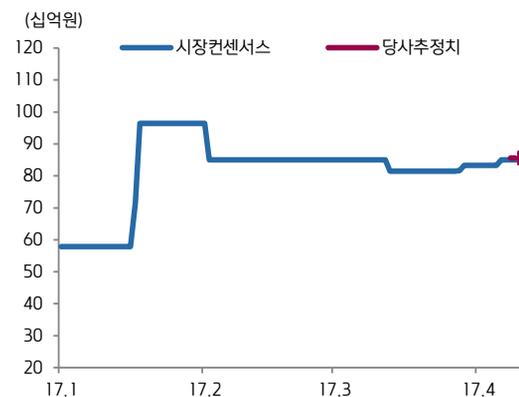
자료: 증권업계, Dataguide, 키움증권

당사커버리지 5개사 합산순이익, 컨센서스 12% 상회



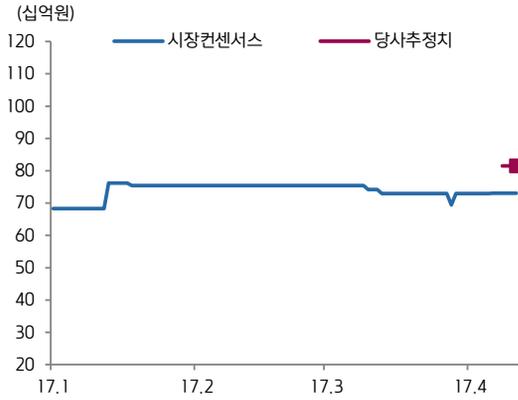
주: 당사커버리지 5개사 합산 기준, 자료: Dataguide, 키움증권

미래에셋대우증권 순이익, 컨센서스 부합



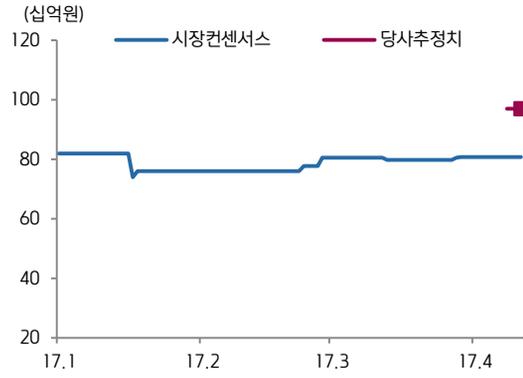
자료: Dataguide, 키움증권

NH투자증권 순이익, 컨센서스 12% 상회



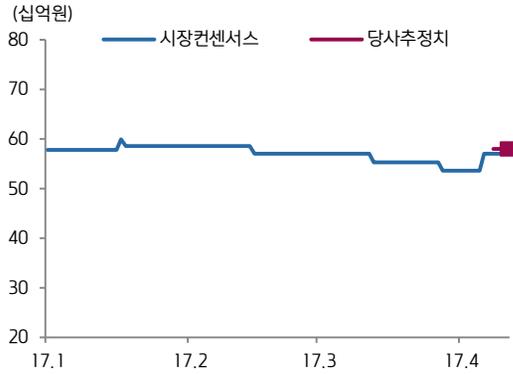
자료: Dataguide, 키움증권

한국금융지주 순이익, 컨센서스 20% 상회



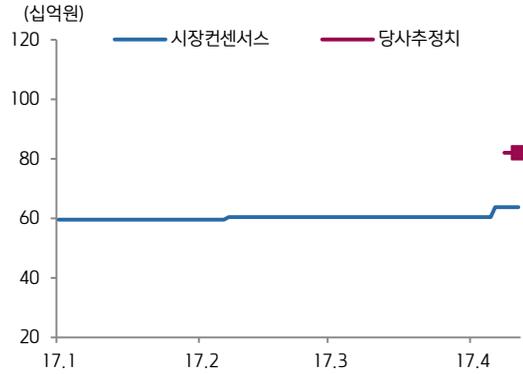
자료: Dataguide, 키움증권

삼성증권 순이익, 컨센서스 부합



자료: Dataguide, 키움증권

메리츠종금증권 순이익, 컨센서스 28% 상회



자료: Dataguide, 키움증권

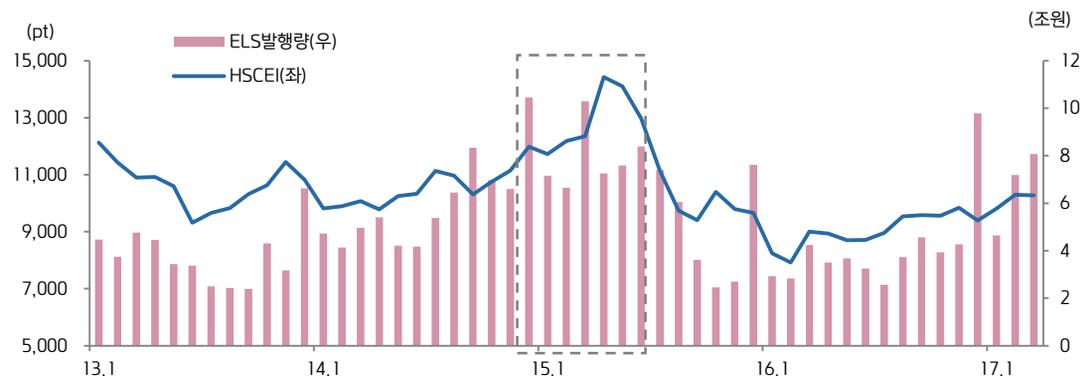
II. 증권업계 이슈 분석

>>> ELS 현황 점검

1분기 증권사 실적 호조의 주역은 ELS이다.

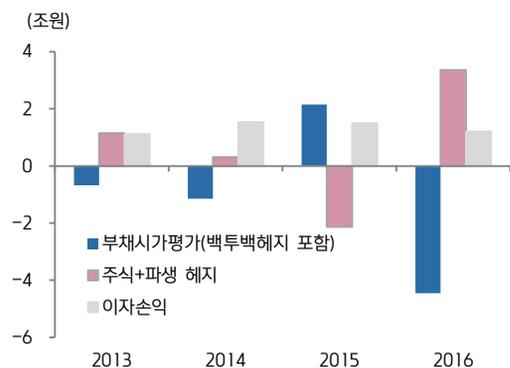
주요 기초자산인 HSCEI지수가 급락하며 ELS 운용수익은 2015년 하반기부터 작년까지 증권사 실적 부진의 주요인이었다. 올해 초 HSCEI지수가 10,000pt를 상회하면서 2015년에 발행했던 ELS물량의 조기상환이 이뤄졌고, 이는 발행과 연계되면서 증권사 수익 증가로 이어졌다. 특히 작년 말 국내 증권사들이 관련 부채를 보수적으로 평가 적립해 놓아, 1분기 운용수익도 양호했을 것으로 예상된다.

ELS 발행물량과 HSCEI지수



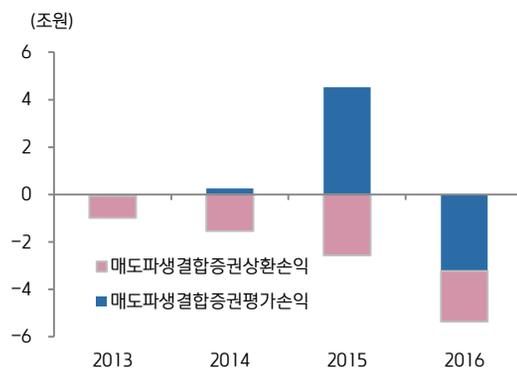
자료: 예탁결제원, 키움증권

매도파생결합증권 운용 손익: 16년 부채 보수적 평가



자료: 금융투자협회, 키움증권

매도파생결합증권 부채평가손익

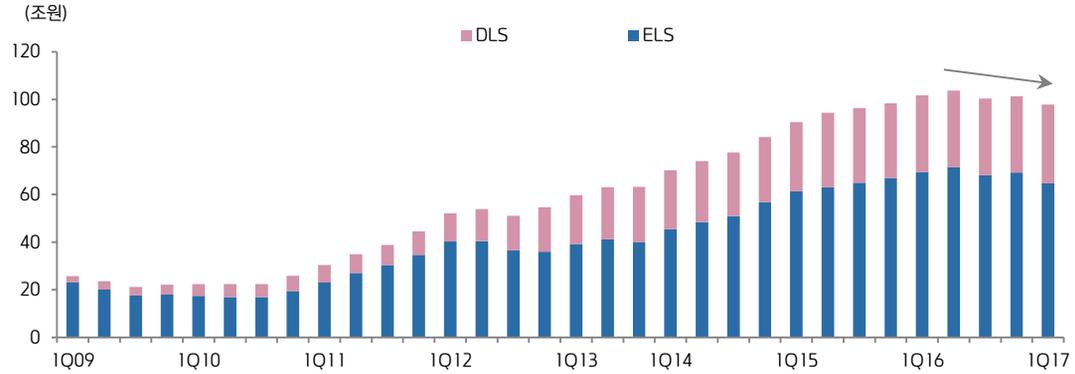


자료: 금융투자협회, 키움증권

이와 관련된 시장의 관심은 'ELS가 2013년~2015년 초와 같이 증권사 주수익원으로서 역할을 수행할 수 있는가' 이다.

당사는 현재 뚜렷한 대안상품이 부재한 가운데, 증권사들이 ELS상품을 진화시키면서 판매하려는 노력을 지속할 것으로 예상된다. 최근 국회에서 장외파생업무 취급 기준 변경으로 증권사의 발행 부담이 완화된 점은 긍정적이나, 수익성은 금융당국의 규제, 고객의 수요와 업계 경쟁으로 2014~2015년 대비 낮아질 것이며 발행잔액도 급증하긴 쉽지 않을 것으로 예상된다.

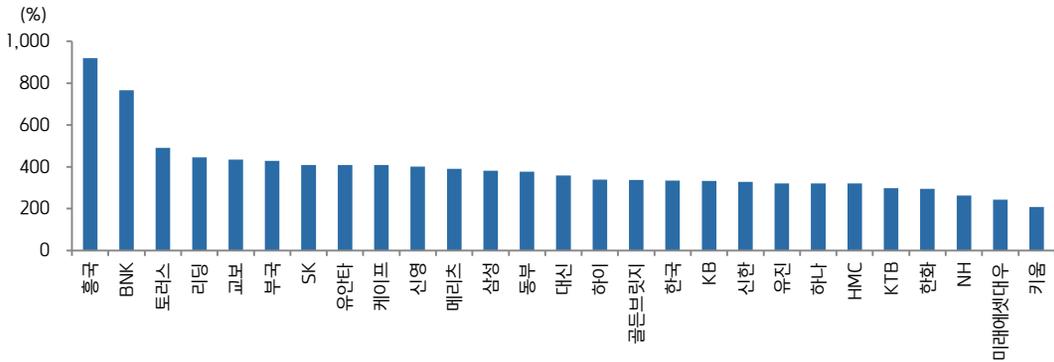
파생결합증권 잔액 추이: 4Q16 파생결합증권 잔액 98조원으로 전분기 대비 3.5조원 감소



자료: 여탁결제원, 키움증권

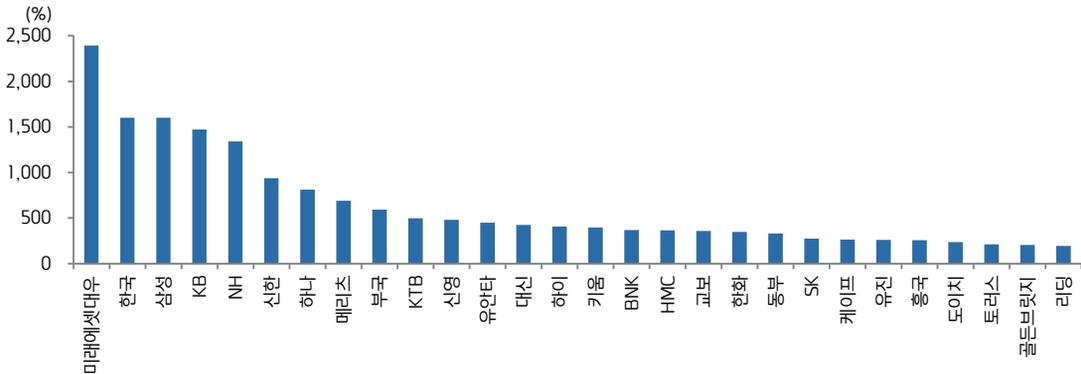
최근 자본시장법 상의 장외파생상품 업무취급기준 변경에 따라 증권사들의 ELS와 DLS 업무 부담은 축소됐다. 지난 30일 국회 본회의에서 증권사의 장외파생상품 업무취급기준(자본시장법 제 166조의 2)을 기존 영업용순자본비율(영업용순자본을 총위험액으로 나눈 값) 100분의 200에서 순자본비율(영업용순자본에 총위험액을 차감한 금액을 필요유지자기자본으로 나눈 값) 100분의 150으로 변경했다. 이로 인해 미래에셋대우증권 등 증권사들의 장외파생상품 발행 부담은 완화됐다.

증권사들의 영업용순자본비율 현황



주: 4Q16 기준, 자료: 금감원, 키움증권

증권사들의 순자본비율 현황



주: 4Q16 기준, 자료: 금감원, 키움증권

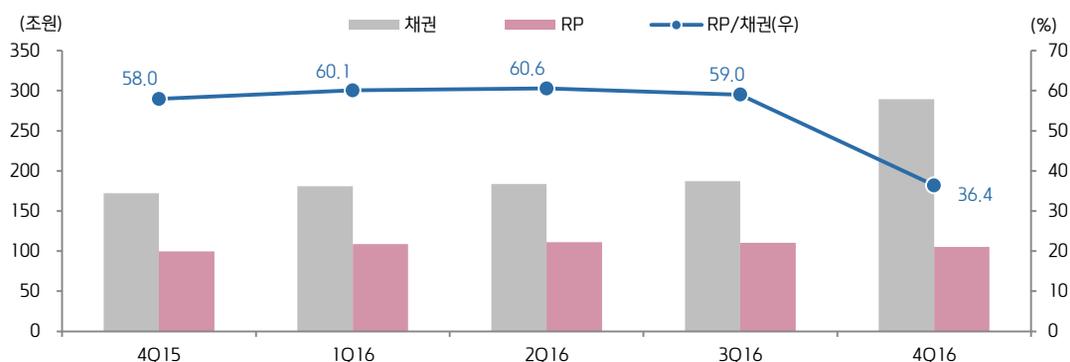
>>> 채권 운용 점검

1분기 시중금리는 안정적 흐름을 이어갔다.

3월말 3년물 국고채 금리는 1.66%로 12월말 대비 2bp 상승했다. 3월 미국 기준금리 인상을 앞두고 상승했던 시중금리는 FOMC회의 이후 안정화됐다.

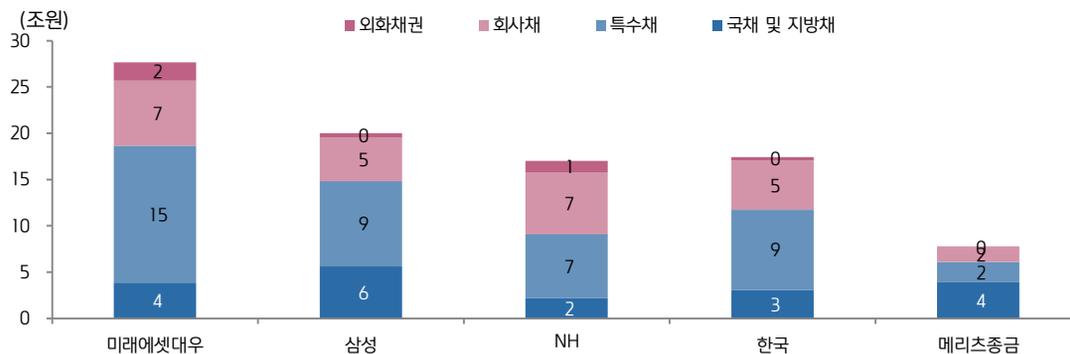
그러나 향후 미국의 긴축정책과 함께 국내 시중금리가 상승할 수 있고 증권사들의 보유채권의 87%가 단기매매증권으로 분류되어 있다는 점을 감안하면, 증권사들의 보유채권 듀레이션 전략에 주목할 필요가 있다. 증권사들은 보수적 관점에서 채권 듀레이션 축소 전략을 구사할 것으로 예상되나, 조달 측면의 듀레이션을 감안하면 채권 듀레이션 축소 전략도 한계는 있다.

국내 증권사 보유 채권과 RP추이



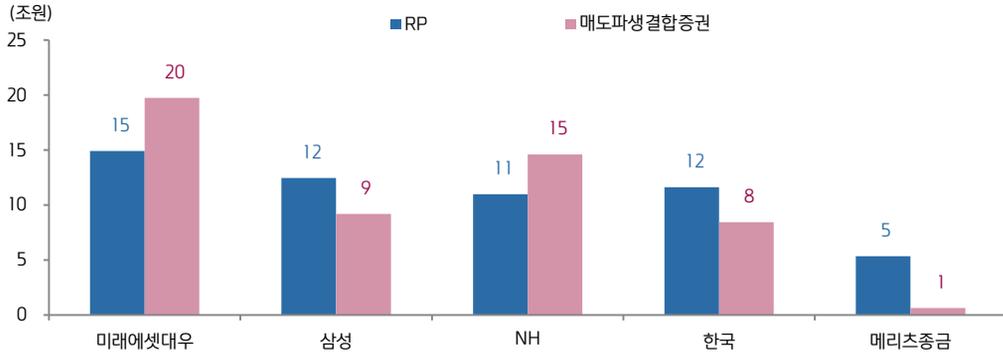
자료: 금융투자협회, 키움증권

증권사 채권 보유 현황



주: 4Q16기준, 자료: 금융투자협회, 키움증권

증권사의 보유 채권의 조달 현황



주: 4Q16기준, 자료: 금융투자협회, 키움증권

증권사별 매도파생결합증권 만기 구조 (단위: 조원)

증권사	기간							합계
	3개월이내	3~6개월	6~9개월	9~12개월	1~5년	5년초과		
미래에셋대우	1.4	1.2	0.7	3.3	11.7	1.4	19.7	
NH투자증권	1.3	1.6	0.7	1.7	8.3	1.7	15.2	
삼성증권	0.7	0.3	0.8	0.3	1.0	6.2	0.8	10.2
한국투자증권	0.1		0.5	1.1	4.9	0.1	6.7	
메리츠증권	0.01	0.07	0.24	0.07	0.18	0.09	0.00	0.65

주: 4Q16기준, 자료: 금감원, 키움증권

증권사별 매도파생결합증권 만기별 비중 (단위: %)

증권사	기간							합계
	3개월이내	3~6개월	6~9개월	9~12개월	1~5년	5년초과		
미래에셋대우	6.9	6.3	3.4	16.9	59.7	6.9	100.0	
NH투자증권	8.7	10.3	4.7	10.8	54.6	10.8	100.0	
삼성증권	6.6	3.2	7.4	3.2	10.0	61.5	8.1	100.0
한국투자증권	1.6		8.0	16.1	73.2	1.1	100.0	
메리츠증권	1.04	10.83	36.73	10.08	27.03	14.29	0.00	100.00

주: 4Q16기준, 자료: 금감원, 키움증권

III. 현실화되는 기대

연초이후 증권주는 11% 상승(2014.4.13일 기준)했다. 상승의 주요인은 KOSPI 지수 상승 및 증권사들의 업무 영역 확대에 따른 이익 증가 기대이다.

초대형IB의 발행어음 인가는 빠르면 6~7월경에 이뤄져서 관련 상품이 2~3분기에 출시될 것으로 예상된다. 막연한 기대와 우려가 현실로 가시화될 시점이다.

당사는 초대형 IB들의 발행어음을 활용한 운용전략의 지속가능성에 대한 점검이 필요하다고 판단하며, 초기 운용마진은 Credit Cost를 감안하면 100bp 내외가 될 것으로 예상된다. 증권주에 긍정적인 점은 현행 저금리 기조를 감안하면 초기 조달규모와 Up-selling은 주식시장 상황에 따라 결정될 개연성이 높다는 것이다. 즉, KOSPI지수의 방향성과 강도가 증권주에 대한 기대를 희망과 좌절로 바꿀 수 있다.

초대형투자은행 제도 진행 예상 일정

내용	일정
금융위, 초대형투자은행 제도 개선내용 발표 발행어음으로 투자할 수 있는 자산 세분안 포함 현재 발행어음 투자대상: 신규발행 주식, A 등급 이하의 유통회사채, 경영사모형펀드(PEF), 코넥스주식 업계 요구 1) 회사채와 공모주, 국공채 포함 2) 부동산 투자한도: 10%~20%	4 월말
초대형 IB 인가 신청 접수	5 월~
금융위, 초대형 IB 업무승인	6 월~

자료: 언론 보도 취합, 키움증권

>>> 부익부 빈익빈

초대형 IB부상과 함께 증권업계의 업계 구조 개편은 본격화될 전망이다. 증권업계는 현재 완전경쟁시장 체제에서 과점시장 형태로 변모해 갈 것이다. 속도는 점진적으로 이뤄질 것으로 예상되나, 금리 상승과 함께 가속도가 붙을 수 있다.

신NCR제도 시행과 초대형IB도입으로 대형사들의 가용자본 및 자금집행여력이 넉넉해지는 가운데, 특화되지 않은 중소형사들은 존립이 힘들어질 전망이다. 대형사들의 경쟁격화 속에 중소형사의 마진 축소와 건전성 하락은 점차 업무 범위 축소와 대주주 부담 증가로 이어질 개연성이 높다. 변화에 대한 대응이 시급한 때이다.

자본시장법 시행령 및 금융투자업규정 입법예고(12/30) 주요 내용

구분	주제	상세내역
가. 초대형 투자은행 육성방안 관련	(1) 종합금융투자사업자 신규 업무 부여	1) 자본력이 충분한 회사에 대해서 차별화된 자금조달 수단 제공에 기업금융 활성화 지원 - 자기자본 4 조원 이상인 회사엔 단기금융업무 허용 (단기금융업무: 만기가 1년 이내인 어음 발행, 할인, 매매, 중개, 인수, 보증업무) - 자기자본이 8 조원 이상인 회사엔 종합투자계좌업무 허용 (종합금융투자계좌업무: 고객으로부터 예약받은 자금 통합해 기업금융자산 등에 운용하고 수익 고객에게 지급하는 것으로 목적으로 개설한 계좌) 2) 모든 종합금융투자사업자에 비상장주식에 대한 내부주문집행 허용 (비상장주식에 대한 내부주문집행: 금융투자업자 내부에 거래소와 유사한 매매시스템을 구축하여 다수로부터 받은 주문을 처리하는 업무 방식)
	(2) 단기금융업 및 종합투자계좌업무 관련 영업행위준칙	1) 단기금융, 종합투자계좌 예약금 구분 관리 방법 - 단기금융 예약금의 경우 별도의 재무제표 작성하고 종합투자계좌 예약금의 경우 자기신탁 통해 구분관리하도록 규정 2) 단기금융, 종합투자계좌 예약금 운용 규정 - 기업금융 최소 운용비율(단기금융 50%, 종합투자계좌 70%)을 적용하되, 업무 개시 후 일정기간동안은 기업금융 최소 운용비율 유예 (단기금융: 0~6개월(면제)→6~12개월(30%)→12~18개월(40%)→18개월(50%) 종합투자계좌: 0~6개월(면제)→6~12개월(40%)→12~18개월(60%)→18개월(70%)) - 중소/벤처기업에 대한 자금지원 등 기업금융 본연의 업무에 충실할 수 있도록 부동산 관련 자산에 대한 투자 상한(10%)를 도입 (부동산 관련자산: 부동산, 부동산 개발 관련 대출, 부동산 관련 증권 등 부동산신탁투자기구에서 부동산으로 인정되는 자산) 3) 기업금융 최소운용비율 산정을 위한 기업금융관련자산 정의 - 기업에 대한 대출 및 어음의 할인, 매입 등 - 발행시장에서 직접 취득한 발행인이 기업인 증권 - 유통시장에서 취득한 코넥스주식 및 A 등급이하 회사채 - 프로젝트파이낸싱을 위해 설립된 특수목적회사에 대한 출자 지분 및 대출 채권 - 실물지원 관련 간접투자기구(PEF, 기업금융특화 전문투자형사모펀드, 창투조합, 벤처조합 등)에 대한 출자지분 4) 실적 배당상품인 종합투자계좌의 특성을 감안하여 편입 재산에 대한 평가 의무 및 고유재산과 거래 시 행위 준칙 도입 - 최소 분기 1회 공모펀드와 동일한 방법으로 시가평가 실시 (다만, 시가평가 불가능한 경우, 공모펀드와 동일한 공정가액 평가 허용하고 수시입출금식 종합투자계좌는 MMF와 동일하게 시가평가 면제) - 종합투자계좌 재산과 고유재산을 거래하는 경우, 펀드간 자전거래에 준하는 기준 준수하도록 의무 부과 (예탁자 이익에 반하지 않을 것, 공정가액 거래, 준법감시인 사전 확인) 5) 종합투자계좌 수탁금에 비례한 손실충당금 적립의무 - 손실 발생 시 우선충당을 위해 이익금 적립의무 부과 (종합투자계좌 수탁액의 5%가 될 때까지 운용보수의 25%를 적립하고 손실발생 시 특별 유보금을 우선하여 충당)
	(3) 종합금융투자사업자의 자기자본 요건 조정	종합금융투자사업자의 충실한 손실감내능력 확보를 위해 부채성 자본인 신종자본증권으로 조달한 자금은 자기자본(3 조, 4 조, 8 조원) 산정시 제외 (다만, 순자산비율(NCR) 산정시에는 기준과 동일하게 영업용 순자본에 산입)
	(4) 종합투자사업자의 건전성 규제 정비	종합금융투자사업자가 보다 적극적으로 모험자본 공급 기능을 수행할 수 있도록 신용공여 등과 관련한 건전성 규제 재정비 1) 단기금융업 및 종합투자계좌로 모집한 자금은 레버리지비율(총자산/자기자본<1100%) 산정시 제외 2) 대출자산의 형태, 만기 등에 관계없이 대출자산의 위험수준에 따라 건전성 부담이 결정되는 새로운 NCR 지표 적용 3) 종합금융투자사업자의 유동성 관리 강화 위해 원화유동성 지표 도입 (유동성지표: 1개월 및 3개월 이내 만기가 도래하는 부채와 동일한 수준으로 동일 기간 내에 현금화 가능한 유동성 자산 보유할 것 의무화) 4) 대손충당금 적립률을 은행과 동일하게 적용 (정상(0.5%~0.85%), 요주의(2%~7%), 고정(20%유지), 회수의원(75%~50%), 추정손실(100%유지)) 5) 종합금융투자사업자 경영실태평가항목에 종합투자계좌 수탁금을 감안한 자본적정성 계량항목을 추가 (예: 종합투자계좌 수탁금의 일정비율을 NCR 분모인 필요유지자본에 합산 등)
	(5) M&A 로 인한 거래소 지분 거 래 소 지 분 초 과 보 유 한 도 의 예 외 사 유 로 거 래 소 주 주 인 회 사 가 거 래 소 주 주 인 다 른 회 사 를 합 병 하 는 예 외 적 초 과 보 유 인 정 근 거 마 련	경우를 추가하고, 이 경우 초과지분에 대한 의결권 행사 제한
나. 상장-공모제도 개편방안 마련	(1) 증권 인수인에 대한 책임 강화	주관사-인수인의 책임성 강화를 위해 미국, 홍콩과 같이 증권신고서 부실 기재시 이에 대한 손해배상 책임 범위를 인수단에 참여한 모든 증권사로 확대
다. 파생결합증권 판매 건전화 방안 마련	(1) 파생결합증권 판매 시 녹취의무 부과 (2) 파생결합증권 중도상환가액 기준 마련	파생결합증권 등(파생결합증권, 파생결합증권이 편입된 신탁/펀드)을 투자성향이 적합하지 않은 일반투자자 등에게 판매할 경우 설명의무 이행 등 상품판매 과정을 녹취,보관하고 고객 요청 시 제공토록 의무화 파생결합증권에 대한 중도상환 시 증권회사가 임의로 상환 가액 책정하지 않도록 구체적인 기준을 일관되게 적용하기 위한 내부통제기준을 마련, 준수하도록 의무 부과
라. 기타 제도개선 사항	K-OTC 기업의 증권신고서 제출의무 완화	

금융위의 2017년 자본시장 개혁과제 주요 내용

증권추진분야	세부 과제	상세 내역	
모험자본 공급 확충	거래소지주회사 개편	-ATS 거래량 한도 확대(17.6월 시행) - ATS 매매대상상품에 ETF, ETN, 채권 추가 검토	
	초대형 투자은행 개시	-시행령 및 금융투자업 규정 등 제도개선, 업계 설명회(4월) -업무승인인가 신청(2분기) -인가심사 등(2분기) -업무개시(3분기)	
	상장-공모제도 안착	-테슬라 요건 시행(17.1월)	
	클라우드 펀딩 활성화	-클라우드 펀딩 1주년 성과 평가(1.24)	
	코넥스 시장 활성화	-코넥스 시장 제도개선 방안 발표(4월)	
	성장사다리펀드 지원 강화	-상반기 5,800억원(5월) 조성 - 하반기 3,600억원(4분기) 조성	
	K-OTC 기능강화	-K-OTC 장외거래플랫폼 기능강화방안 시행(5월) -증권신고서 제출의무 완화: K-OTC BB에 펀드시분 거래가능 추가 등	
기업경영 투명성 확보	증기특화 증권사 제도 개선	- 증기특화 증권사 증간평가(5월) - 증기특화 증권사 개선방안(6월)	
	회계정보 투명성·신뢰성 제고	-회계정보 투명성 및 신뢰성 제고 방안 발표(1.23) -17년 중 후속조치 완료 추진	
	신용평가사 독립성 제고	-자체 신용도 도입(17~18년 단계적 시행) -제 3자 의뢰 신용평가 허용(17.4월)	
	스튜어드십코드 확산	-금융업권별 설명회(1~2월) -스튜어드십코드 참가기관 간담회 개최(2월)	
국민 재산 증식 여건 조성	새로운 금융자문서비스 출시	- 독립투자자문업(17.3월 등록 개시) - 로보어드바이저 : 1차 테스트베드 심의결과 발표(4월말)~(5월)서비스 개시 :2차 테스트베드 신청접수(3월)	
	ISA 활성화	-ISA 출시 1주년 성과평가(4월) -ISA 활성화 방안 발표(하반기)	
	개인연금법 제정	-개인연금법 국회 제출(5월)	
	펀드상품 활성화	-성과보수펀드(3월), 액티브 ETF(4월), 사모투자 재간접펀드(상반기), 창업·벤처 PEF(하반기) 등 다양한 펀드 상품 출시 예상	
	유사투자자문업자 규제	-금융법령 위반자에 대한 진입 규제 신고요건 신설 등 규제 방안 발표(2월)	
	비교공시 확대	-펀드 다모아 비교공시 사이트 개설(1.19) - 로보어드바이저 비교공시 본격화(5월)	
	온라인 펀드판매 활성화	-단위농협의 공모펀드 판매 개시(3월) -온라인 펀드판매 활성화 방안 발표(3월)	
	소규모 펀드 정리	-소규모펀드 산정방식, 예외 범위 등 개선, 모범규준 기반 연장(17.2월부터 1년간 연장)	
	자본시장 효율성 제고	파생상품시장 효율성 제고	-손실제한형 ETN(3월), ETF 선물·미니달러선물(6월) 등 -옵션매수 기본예탁금 인하(3월), 헤지전용계좌 도입(6월) -CCP 청산대상 NDF 등 확대(하반기)
		국제 담보활용	-국제 등을 활용한 담보목적 대차거래 시행(3월)
외국인 통합계좌 도입		-외국인 통합계좌 단계적 도입 1) 상장주식(2월), 2) 장내파생상품(6월), 3)상장채권(하반기)	
전자등록제도 추진		-전자등록제도 로드맵 발표(하반기)	
투자자보호 및 시장안정 기반 강화		시장상황 점검	-시장리스크 요인 상시점검: 금융상황 점검회의 운영(연중)
	회사채시장 활성화 조치	-담보부사채 신탁법 개정안 국회 제출(상반기)	
	스트레스테스트 실시	- 증권사 우발채무 관리방안 시행(3월) - 대손준비금 적립 강화, 금융투자회사 자체 스트레스테스트 제도화 등	
	조치명령권제도 정비	-조치명령권 발동절차 기준 등 제도 정비 방안 발표(3월)	
	파생상품 투자자보호조치 시행	- ELS 등 파생결합증권에 70세 이상 고령자, 부적합 투자자에게 판매 시 투자자 숙려제도 시행(4월) - 판매관정 녹취의무 시행(6월)	
	공매도 추속조치 추진	-공매도 거래자 유상증자 참여 제한(1분기 법안 제출) -공매도 과열종목 지정제도 도입·공매도 규제 위반자 제재 강화(3월)	

IV. 증권업 투자의견 및 Top Picks

증권업에 대한 투자의견 Overweight을 유지한다.

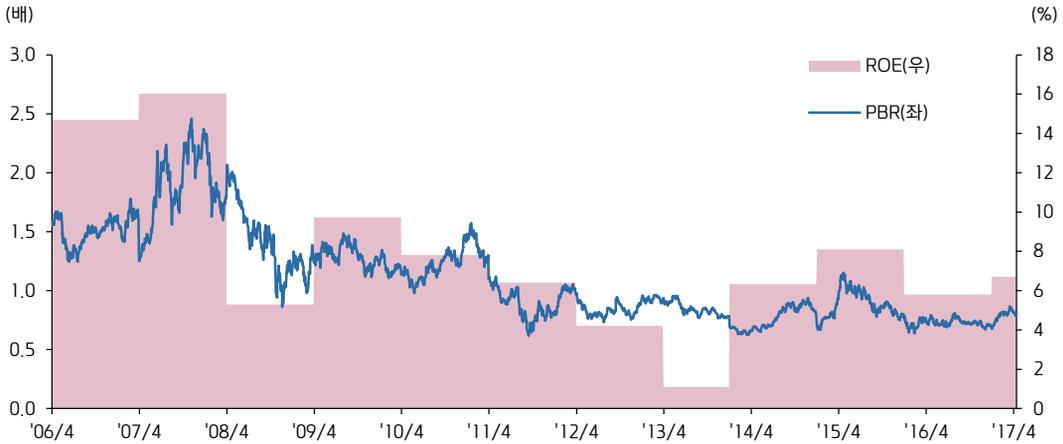
장기적으로 인구 고령화와 저금리 시대 도래는 증권사에 많은 기회를 제공해 줄 것이다.

당분간 구조개편과 함께 증권업계는 과도기를 거치며 증권주에 대한 기대와 우려가 교차할 전망이다.

현재 증권주 PBR(당사 커버리지 5개사 합산 기준)은 0.8배이다.

이익 가시성이 뚜렷하지 않은 상황에서 증권주는 당분간 KOSPI와 흐름을 같이할 전망이다. 지수 상승은 증권주 투자심리에 우호적일 뿐만 아니라, 부동산금이 주식시장으로 유입될 수 있는 계기로 작동해 증익 기대로 이어질 수 있다.

증권업 지수 ROE와 PBR 추이



주: 당사커버리지 5개사 합산 기준, 자료: Fnguide, 키움증권

증권주 Top Picks로 NH투자증권을 유지하고, 한국금융지주를 제시한다.

금융당국의 호혜적인 정책 하에 업무 영역을 확대할 수 있는 초대형 IB 중에서 NH투자증권은 고배당 주로서의 매력, 한국금융지주는 사업다각화에 따른 안정적 이익 창출 능력이 돋보인다.

미래에셋대우증권은 업종 대표주라는 성격으로 KOSPI지수와 밀접하게 움직일 수 있다.

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

		NH 투자증권	한국금융지주	미래에셋대우	메리츠증권	삼성증권
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		15,000	62,000	11,000	4,800	40,000
현재주가		12,000	46,200	8,650	3,655	33,050
시가총액		3,377	2,575	5,764	1,815	2,951
ROE	FY16	5.1	8.5	0.7	14.1	4.7
	FY17E	6.2	9.0	4.8	12.5	5.2
	FY18E	6.8	8.9	5.8	10.9	5.2
순영업수익	FY16	935	998	796	646	794
	FY17E	1,004	1,009	1,245	647	872
	FY18E	1,061	1,051	1,337	664	906
당기순이익	FY16	236	280	40	254	174
	FY17E	287	317	327	271	213
	FY18E	322	338	414	279	229
자본총계	FY16	4,649	3,495	6,660	1,878	3,827
	FY17E	4,650	3,748	6,965	2,459	4,323
	FY18E	4,796	4,011	7,317	2,637	4,482
자산총계	FY16	42,971	37,307	57,270	17,268	33,230
	FY17E	45,272	39,619	61,415	19,027	36,006
	FY18E	47,437	42,033	66,940	21,342	38,761
PBR	FY16	0.6	0.7	0.5	0.8	0.6
	FY17E	0.7	0.7	0.6	0.8	0.6
	FY18E	0.7	0.6	0.6	0.8	0.7
PER	FY16	11.5	8	76	6.8	13.3
	FY17E	11.7	7.8	13.3	6.9	12.9
	FY18E	10.4	7.3	10.5	7.4	12.9
BPS	FY16	16,368	63,460	13,295	4,142	52,230
	FY17E	16,540	68,262	13,712	4,840	52,172
	FY18E	16,796	73,249	14,058	4,688	50,194
EPS	FY16	842	5,217	95	560	2,378
	FY17E	1,024	5,901	650	533	2,567
	FY18E	1,149	6,289	823	495	2,567
배당성향	FY16	51.1	15.9	166.1	35.2	28.5
	FY17E	50.0	17.0	20.0	35.2	25.0
	FY18E	50.0	17.0	20.0	35.2	25.0
DPS	FY16	400	800	50	200	650
	FY17E	500	900	130	180	650
	FY18E	580	950	160	170	650
배당수익률	FY16	4.1	1.9	0.7	5.8	2.1
	FY17E	4.2	1.9	1.5	4.9	2.0
	FY18E	4.8	2.1	1.8	4.7	2.0

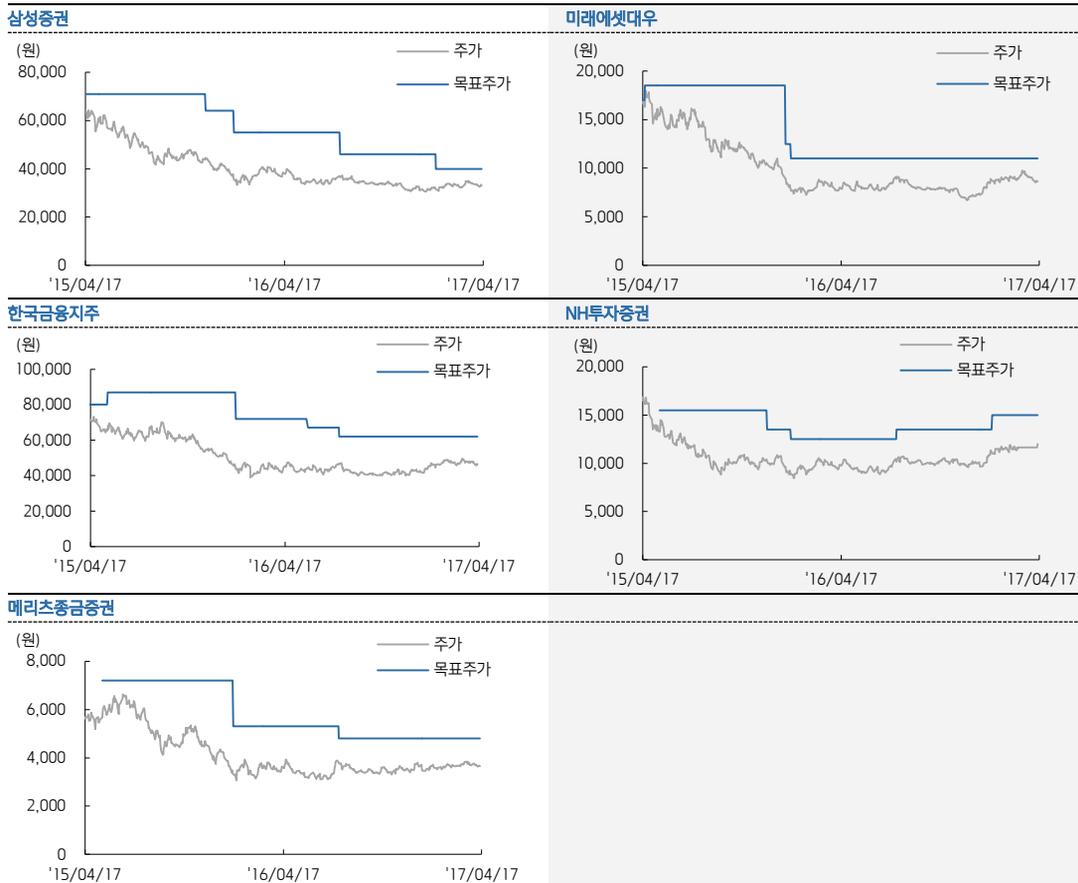
주: 미래에셋대우증권에 대한 당사 BPS 추정은 자사주 수 감안, 감안하지 않을 시 PBR은 0.9배 수준, 자료: 키움증권

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
삼성증권 (016360)	2015/04/08	BUY(Maintain)	71,000원
	2015/05/19	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/06/29	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
	2017/01/23	BUY(Maintain)	40,000원
	2017/04/17	BUY(Maintain)	40,000원
	한국금융지주 (071050)	2015/04/08	BUY(Maintain)
2015/05/19		BUY(Maintain)	87,000원
2015/06/29		BUY(Maintain)	87,000원
2015/07/24		BUY(Maintain)	87,000원
2015/10/02		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
2017/01/23		BUY(Maintain)	62,000원
2017/02/27		BUY(Maintain)	62,000원
2017/04/17		BUY(Maintain)	62,000원
NH투자증권 (005940)		2014/01/14	BUY(Upgrade)
	2015/05/19	Outperform(Reinitiate)	15,500원
	2015/10/02	Outperform(Maintain)	15,500원
	2015/12/02	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
	2017/01/23	BUY(Maintain)	15,000원
	2017/03/09	BUY(Maintain)	15,000원
	2017/04/17	BUY(Maintain)	15,000원

종목명	일자	투자 의견	목표주가
미래에셋대우 (006800)	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
	2016/01/05	BUY(Maintain)	12,500원
	2016/01/15	BUY(Maintain)	11,000원
	2016/03/31	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
메리츠 증권증권 (008560)	2017/01/23	BUY(Maintain)	11,000원
	2017/02/02	BUY(Maintain)	11,000원
	2017/04/17	BUY(Maintain)	11,000원
	2015/05/19	BUY(Initiate)	7,200원
	2015/07/06	Outperform(Downgrade)	7,200원
	2015/09/14	BUY(Upgrade)	7,200원
	2015/10/02	BUY(Maintain)	7,200원
	2016/01/15	BUY(Maintain)	5,300원
	2016/04/19	BUY(Maintain)	4,800원
	2016/05/03	BUY(Maintain)	4,800원
	2016/07/28	BUY(Maintain)	4,800원
2016/08/02	BUY(Maintain)	4,800원	
2016/10/11	BUY(Maintain)	4,800원	
2016/11/09	BUY(Maintain)	4,800원	
2016/11/17	BUY(Maintain)	4,800원	
2017/01/23	BUY(Maintain)	4,800원	
2017/02/07	BUY(Maintain)	4,800원	
2017/04/17	BUY(Maintain)	4,800원	

목표주가 추이 (2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%