

# 증권

Overweight  
(Maintain)

2017.7.18

## 2Q17E Preview

**: 우호적 환경에 따른 증권사 수익성 개선과 사업모델 변화 가시화**

2분기 증권사 순이익은 시장 컨센서스를 12% 상회할 예상입니다. 증익의 주요인은 우호적인 증시 및 거시 환경에 따른 운용이익 증가입니다. 가시화되는 증권사들의 사업모델 변화는 중장기적으로 수익원 다변화라는 점에서 긍정적입니다. Top Picks로 한국금융지주와 NH투자증권을 유지합니다.



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

Contents



I. 2Q17E Preview:  
시장 컨센서스 12% 상회 예상 3

II. 증권업계 이슈 분석 10

- > 수수료 수익, 판권비 커버 비중 증가 10
- > 증권사 사업모델 변화 가시화 11
- > 채권 운용 점검 15

III. 증권업 투자의견 및  
Top Picks 18

Compliance Notice

- 당사는 7월 17일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료 상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

증권사 사업모델 변화 가시화

>>> 2Q17E Preview: 컨센서스 12% 상회

2분기 증권사 순이익(지배주주 순이익, 당사 커버리지 5개사 합산 기준)은 4,606억원(+37.3%YoY, -4.2%QoQ)으로 시장 컨센서스를 12% 상회할 예정이다. 안정적인 시중금리 흐름과 글로벌 증시 상승이 운용수익 증가로 이어졌다.

대부분 증권사들의 실적은 컨센서스를 상회하거나 소폭 하회(부합)한다. 시장 컨센서스를 크게 상회하는 이익이 예상되는 증권사는 한국금융지주다.

>>> 증권사 사업모델 변화 가시화

증권사 사업모델 변화는 가시화되고 있다.

중개에서 운용으로 사업모델이 변화하고 있다. 커진 자본과 함께 IB업무의 중요성도 부각되고 있다.

주목해야 할 변화는 3가지다.

1) 사업비 효율화, 2) 수수료 수익 구조 변화와 3) 운용수익 중요성 증가이다.

수수료 수익은 국내 주식 브로커리지 수수료 중심에서 다변화되고 있다. FY13 이후 IB수수료 수익은 빠르게 증가해 기타수수료를 포함 시 순영업수익 중 IB수수료 수익이 차지하는 비중은 최근 30% 내외로 추정된다.

증권사에 수신기능이 추가되고, 커진 자본을 활용한 PI성 투자가 증가하면서 운용수익의 중요도는 점차 커질 것이다. 운용수익은 시황에 연동되나, 증권사들의 대고객 부채에 대한 운용마진은 최근 4~5년간 흑자를 기록했다.

>>> 증권주, KOSPI 방향성이 중요

증권업에 대한 투자의견 Overweight을 유지한다.

중기적으로 증권주 흐름은 KOSPI 방향과 시중금리 변동성에 의해 결정될 것이다. 현재 증시 및 거시 환경도 증권주에 우호적이지만, 정부의 정책적 지원과 함께 증권사들의 비즈니스 다변화 노력도 중장기적으로 긍정적이다.

17E PBR 1.1배로 밸류에이션 부담은 있으나, 경험적으로 증권주는 증시 상승과 동행해 움직였고 밸류에이션은 후에 정당화됐다.

증권주 Top Picks로 한국금융지주와 NH투자증권을 유지한다.

## I. 2Q17E Preview: 시장 컨센서스 12% 상회 예상

2분기 증권사 순이익(지배주주 순이익, 당사 커버리지 5개사 합산 기준)은 4,606억원(+37.3%YoY, -4.2%QoQ)으로 시장 컨센서스를 12% 상회할 예정이다. 안정적인 시중금리 흐름과 글로벌 증시 상승이 운용수익 증가로 이어졌다.

전년동기비 순이익은 37% 증가할 예정이다.

1분기와 같이 1) ELS 조기상환 및 발행 증가에 따른 운용수익과 2) IB수수료 수익 증가가 증익을 견인한다.

2분기 ELS 발행 및 조기상환 규모는 16조원, 12조원이다. 전분기 대비로 21%, 44% 감소하나, 전년동기 대비 각각 51%, 163% 급증했다. ELS 기초자산인 지수(HSCEI와 유로스톡50지수)가 횡보 또는 상승한 가운데, 1분기와 달리 원화 대비 유로화와 홍콩달러도 강세를 이어가 ELS 헤지운용수익 증가가 예상된다. 전분기 대비 감소하지만 증권사의 채권평가손익도 양호할 예정이다. 시중금리가 횡보 국면을 이어갔기 때문이다. ECM 시장 회복과 대출채권 및 채무보증 규모 증가로 IB수수료 수익도 견조하다.

### 커버리지 5개 증권사 합산 2Q17E 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	%YoY	%QoQ	컨센서스	FY16	FY17E	FY18E
순영업수익	1,195	1,185	848	1,480	<b>1,411</b>	18.1	-4.7		4,360	5,395	5,490
순수수료손익	690	629	645	627	<b>662</b>	-4.1	5.6		2,567	2,551	2,654
순이자이익	588	591	565	566	<b>600</b>	2.1	6.0		2,327	2,347	2,483
상품운용+기타이익	-84	-35	-362	287	<b>148</b>	흑전	-48.3		-534	497	353
판매비와관리비	751	718	848	848	<b>802</b>	6.8	-5.4		3,033	3,261	3,246
영업이익	444	467	1	633	<b>608</b>	37.1	-3.8		1,326	2,134	2,244
세전이익	106	111	5	144	<b>147</b>	38.2	1.6		1,351	2,124	2,251
당기순이익	334	359	19	480	<b>459</b>	37.6	-4.2		1,036	1,613	1,706
지배주주순이익(연결순이익)	335	362	65	481	<b>461</b>	37.3	-4.2	413	1,087	1,617	1,710
ROE	7.3	7.2	1.2	9.4	<b>8.8</b>	1.5	-0.6		5.8	7.5	7.5

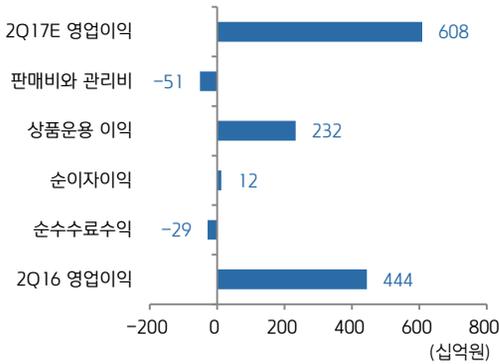
주: 미래에셋대우는 2Q16~3Q16까지 분기별수익은 개별기준 합산 기준, 자료:키움증권

### 커버리지 5개 증권사 합산 2Q17E 실적 상세 내역 (단위: 십억원, %)

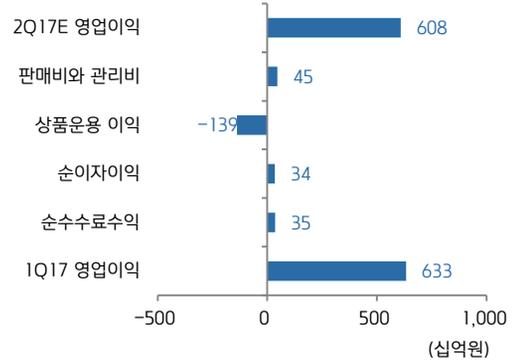
	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	%YoY	%QoQ	FY16	FY17E	FY18E
순영업수익	1,139	1,083	809	1,409	<b>1,346</b>	18.1	-4.5	4,127	5,151	5,269
순수수료수익	650	591	603	594	<b>624</b>	-4.0	5.1	2,409	2,409	2,510
수수료수익	758	702	731	693	<b>740</b>	-2.4	6.8	2,867	2,836	2,957
수탁수수료	367	341	302	307	<b>347</b>	-5.5	13.2	1,364	1,288	1,293
금융상품판매수수료	131	122	103	111	<b>118</b>	-10.1	5.8	473	470	508
IB 관련수수료	69	70	141	87	<b>107</b>	53.7	22.8	350	368	422
기타수수료 수익	191	170	186	188	<b>168</b>	-11.8	-10.4	680	710	734
(수수료 비용)	113	117	128	99	<b>116</b>	2.1	16.8	465	427	446
순이자이익	560	563	538	539	<b>573</b>	2.3	6.2	2,219	2,237	2,366
상품운용+ 기타영업이익	9	4	-331	276	<b>148</b>	1,509.6	-46.1	-284	505	393
판매비와 관리비	707	674	800	797	<b>753</b>	6.5	-5.5	2,863	3,063	3,066
영업이익	432	409	9	611	<b>592</b>	37.2	-3.1	1,264	2,088	2,204
세전이익	431	407	42	604	<b>587</b>	36.5	-2.7	1,305	2,065	2,197
당기순이익	330	314	110	479	<b>445</b>	34.8	-7.0	1,083	1,586	1,665

주: 한국금융지주는 한국투자증권 실적만 감안, 자료:키움증권

전년동기비 실적 증가 요인: 상품운용이익+IB수수료 수익    전분기 대비 이익 감소: ELS 발행 및 조기상환 감소



주: 판매비 +의 의미는 전년동기비 감소 의미, 자료: 키움증권



주: 판매비 +의 의미는 전년동기비 감소 의미, 자료: 키움증권

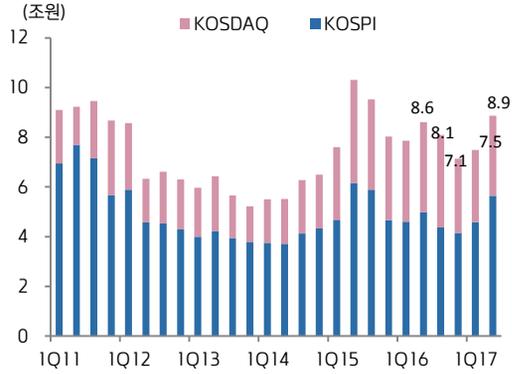
수탁수수료 수익은 3,472억원으로 전년동기비 5.5% 감소, 전분기 대비 13.2% 증가할 전망이다. 2Q17 일평균거래대금(KOSPI+KOSDAQ 기준)은 8.9조원으로 전년동기비 0.3조원 감소했으나 전분기 대비 1.4조원 증가했다. 브로커리지 수수료수익은 2분기 초까지 부각되지 못했다. 업계 경쟁 격화에 따른 수수료를 하락, 7~8조원대에서 정체인 일평균 거래대금과 개인거래 비중 감소(5월 58.5%, 3년평균 65%) 때문이다. 5월 KOSPI가 2,300pt를 상회한 가운데, 고객예탁금 증가(3월말 21.8조원 → 6월말 23.9조원)와 주식 회전율 상승이 가시화되자 시장에 브로커리지 수수료 수익 증대 기대가 다시 생기고 있다.

해외증권 브로커리지수익 증가도 돋보인다. 1Q17 해외증권 브로커리지 수익(당사 커버리지 5개사 합산 기준)은 148억원으로 작년 분기 평균인 67억원의 2배를 달성했다. 글로벌 증시가 견조한 흐름을 이어간 가운데, 자산배분 필요성 증가와 대형사들의 적극적인 영업이 해외 브로커리지수익 증가를 견인하고 있다. 마진 측면에서도 긍정적이다. 환전수수료를 포함한 수수료율은 국내 주식 오프라인 브로커리지 수수료율의 4배 수준이다.

금융상품수수료 수익은 정체이나, ELS 판매수수료는(현행 회계에선 금융상품 판매수수료 수익에서 제외) 발행 물량 급증으로 전년동기비 증가했을 것으로 추정된다. 최근 은행 구조조정이 진행되는 가운데 계열 증권사와 협업을 통한 비이자수익 증대를 위한 적극적 노력이 이어지며, 자산관리를 둘러싼 증권 업계와 은행업계의 경쟁이 격화되고 있다. 다만, 증시 상승은 펀드 AUM 증가로 이어져 금융상품수수료 수익안정화에 기여할 예정이다.

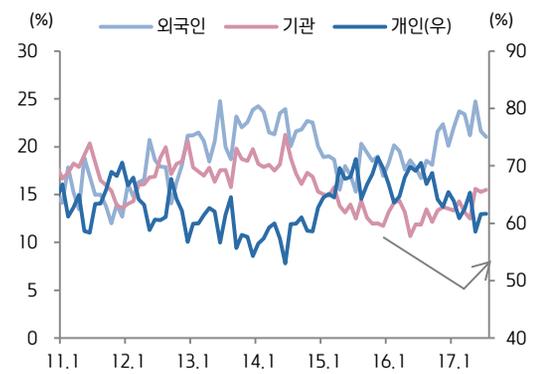
IB수수료 수익은 1,608억원(기타수수료 수익 포함시 2,751억원)으로 53.7%YoY 증가가 예상된다. 꾸준한 채무보증 관련 수수료수익, ECM시장 회복과 대형사들의 자본을 활용한 IB활동 강화 때문이다. 국내 증권사들의 채무보증 규모는 1분기 25조원(+11%YoY)을 상회했다. 2016년 신NCR비율 제도가 도입되고 지난 4월 국회 자본시장법 개정을 통해 증권사의 장외파생상품 업무취급기준이 완화되면서 증권사들의 채무보증 규모는 재차 증가될 개연성이 있다.

### 2Q17 분기 일평균 거래대금 8.9조원



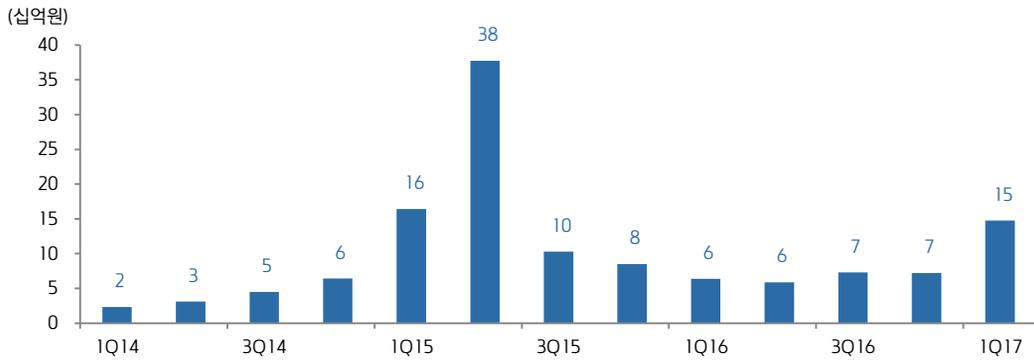
주: KOSPI+KOSDAQ 합산 기준, 자료: Fnguide, 키움증권

### 매매주체별 거래 비중 추이



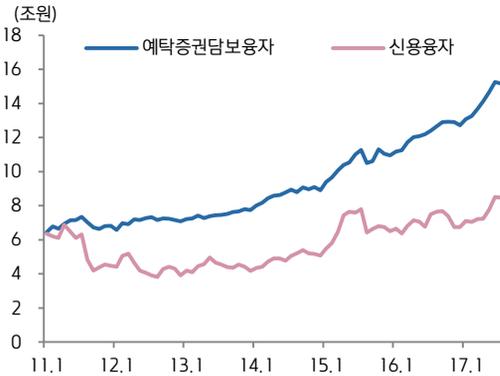
주: KOSPI+KOSDAQ 합산 기준, 자료: Fnguide, 키움증권

### 해외증권 브로커리지 수수료 수익 추이



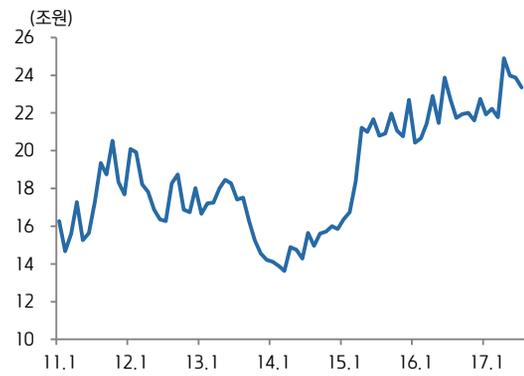
주: 당사 커버리지 5개사 합산 기준, 자료: 금융투자협회, 키움증권

### 신용공여: 3월 20.9→6월 23.8→7월 23.7조원



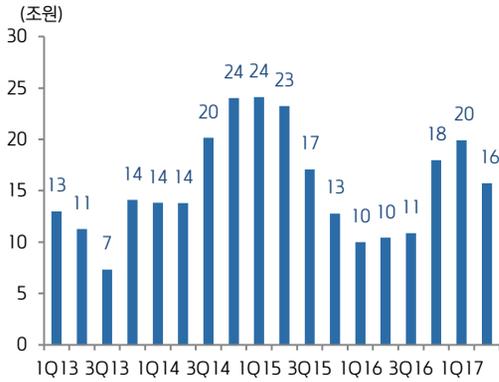
자료: Fnguide, 키움증권

### 고객예탁금: 3월 21.8→6월 23.9→7월 23.3조원



자료: Fnguide, 키움증권

### 분기별 ELS 발행액 추이



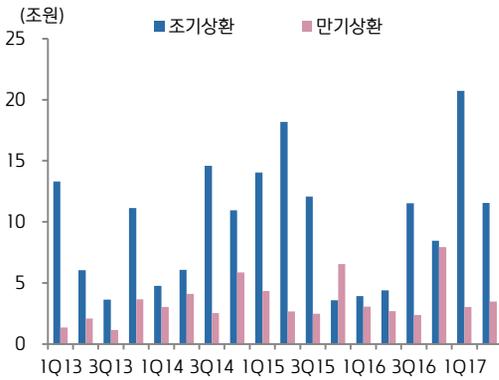
자료: 예탁결제원, 키움증권

### 분기별 DLS 발행액 추이



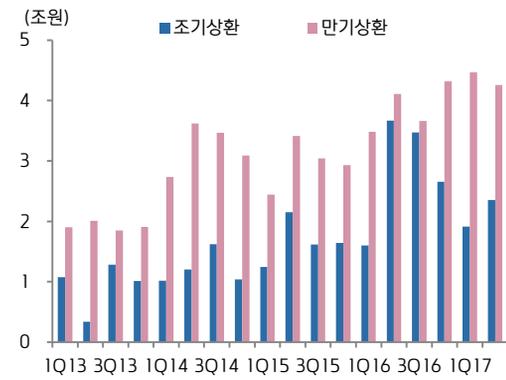
자료: 예탁결제원, 키움증권

### 분기별 ELS 상환액 추이



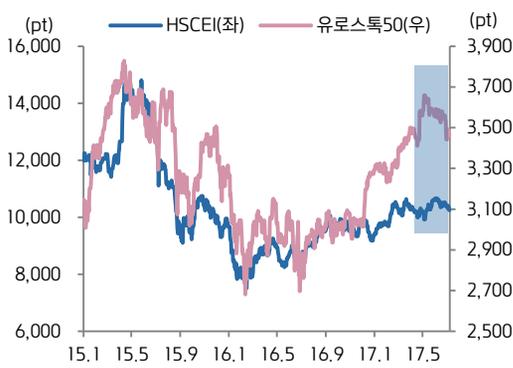
자료: 예탁결제원, 키움증권

### 분기별 DLS 상환액 추이



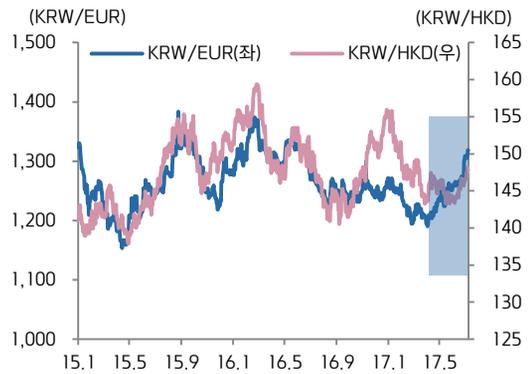
자료: 예탁결제원, 키움증권

### 홍콩 HSCEI지수와 유로스톡50지수 추이



자료: 예탁결제원, 키움증권

### 홍콩달러와 유로화, 원화 대비 강세



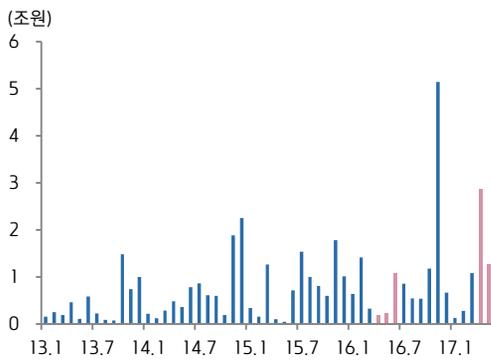
자료: Bloomberg, 키움증권

### 시중금리 안정적 추이 유지



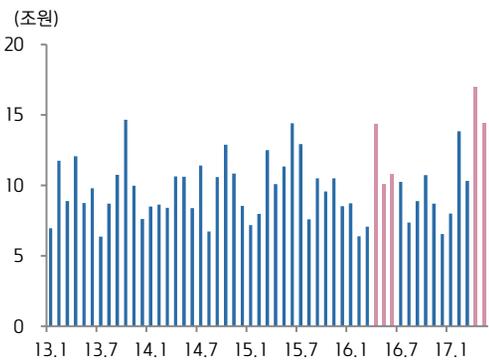
자료: Fnguide, 키움증권

### 주식 자금조달: 17년 4~5월 합계액 전년동기비9배 증가



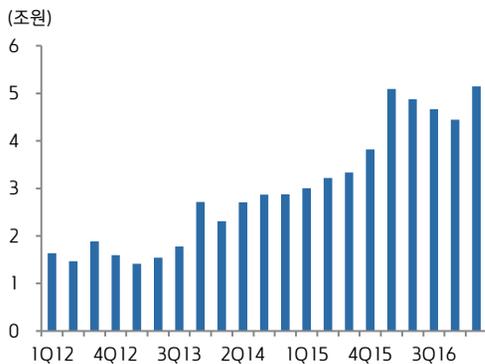
자료: 금감원, 키움증권

### 회사채 발행: 17년 4~5월 합계액 전년동기비 28% 증가



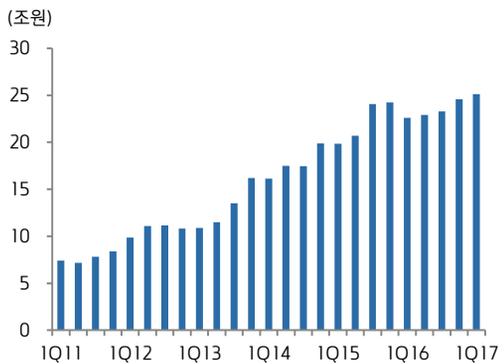
자료: 금감원, 키움증권

### 국내 증권사 대출금 추이



자료: 금감원, 키움증권

### 국내 증권사 채무보증 추이



자료: 금감원, 키움증권

대부분 증권사들의 실적은 컨센서스에 상회하거나 소폭 하회한다.

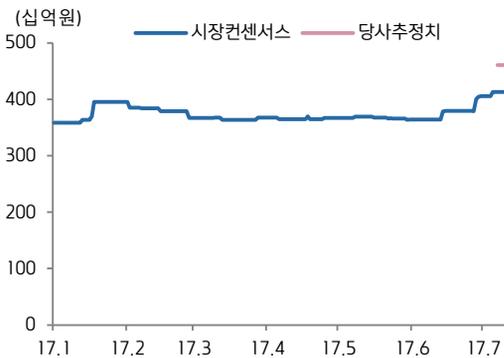
시장 컨센서스를 크게 상회하는 실적을 발표할 것으로 예상되는 증권사는 한국금융지주이다. 한국금융지주는 ELS자체운용 비중 확대에 따른 운용수익 증가와 자회사 실적 호조로 당기순이익이 시장 컨센서스를 44% 상회할 전망이다.

개별 증권사별 2Q17E 실적 전망(단위: 십억원, %)

		2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	%YoY	%QoQ	컨센서스
미래에셋 대우증권	순영업수익	300	314	54	393	381	27.0	-2.8	
	영업이익	68	90	-203	143	136	99.4	-5.3	
	당기순이익	61	50	-111	110	99	63.3	-9.9	90
	ROE	5.6	4.5	-8.1	6.6	5.9	0.4	-0.7	
NH투자증권	순영업수익	222	234	227	313	273	22.6	-13.0	
	영업이익	88	90	39	120	113	29.0	-5.5	
	당기순이익	67	68	37	89	88	31.3	-0.8	84
	ROE	5.9	5.9	3.2	7.7	7.7	1.8	0.0	
한국금융지주	순영업수익	233	267	255	371	353	51.3	-4.9	
	영업이익	76	115	81	197	186	142.8	-5.6	
	당기순이익	53	90	56	146	139	163.0	-4.3	97
	ROE	6.6	11.1	6.7	17.2	16.1	9.4	-1.1	
삼성증권	순영업수익	220	205	163	218	227	3.1	4.2	
	영업이익	68	65	16	75	84	23.6	12.6	
	당기순이익	52	50	25	56	62	18.2	11.0	65
	ROE	6.1	5.7	2.8	5.6	5.9	-0.2	0.3	
메리츠 종금증권	순영업수익	204	162	149	185	177	-13.3	-4.4	
	영업이익	109	81	68	98	90	-17.5	-7.9	
	당기순이익	83	63	57	81	72	-12.9	-10.4	78
	ROE	19.4	14.1	12.4	17.2	13.6	-5.8	-3.5	

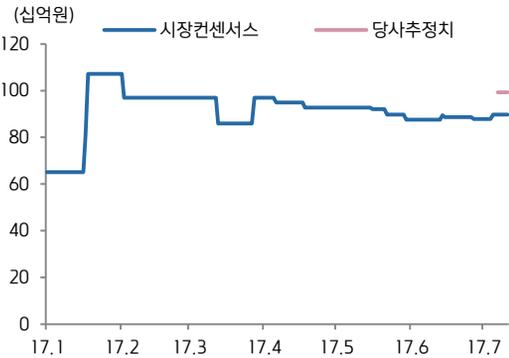
자료: 증권업계, Dataguide, 키움증권

당사커버리지 5개사 합산순이익, 컨센서스 12% 상회



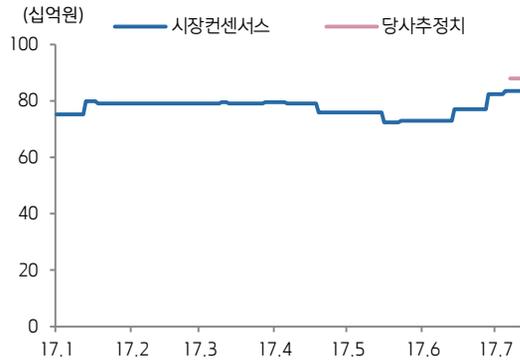
주: 당사커버리지 5개사 합산 기준, 자료: Dataguide, 키움증권

미래에셋대우증권 순이익, 컨센서스 10% 상회



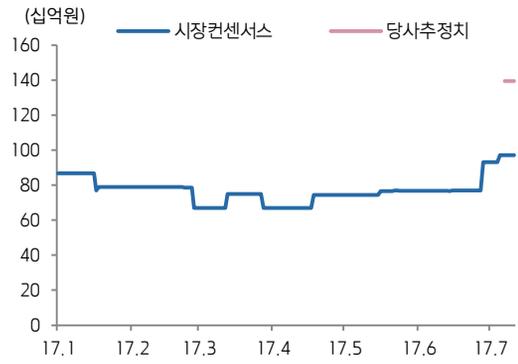
자료: Dataguide, 키움증권

### NH투자증권 순이익, 컨센서스 5% 상회



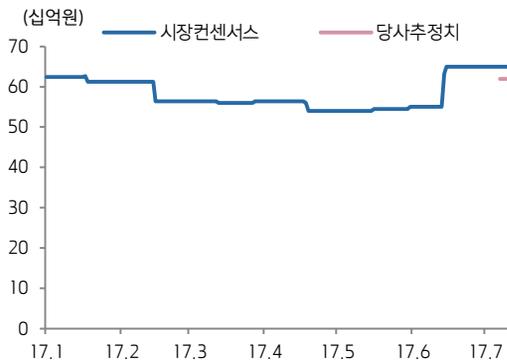
자료: Dataguide, 키움증권

### 한국금융지주 순이익, 컨센서스 44% 상회



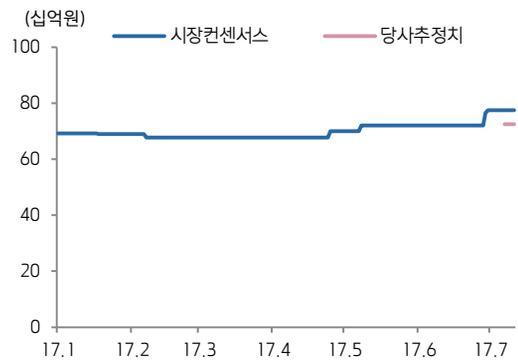
자료: Dataguide, 키움증권

### 삼성증권 순이익, 컨센서스 4% 하회



자료: Dataguide, 키움증권

### 메리츠증권 순이익, 컨센서스 6% 하회



자료: Dataguide, 키움증권

## II. 증권업계 이슈 분석

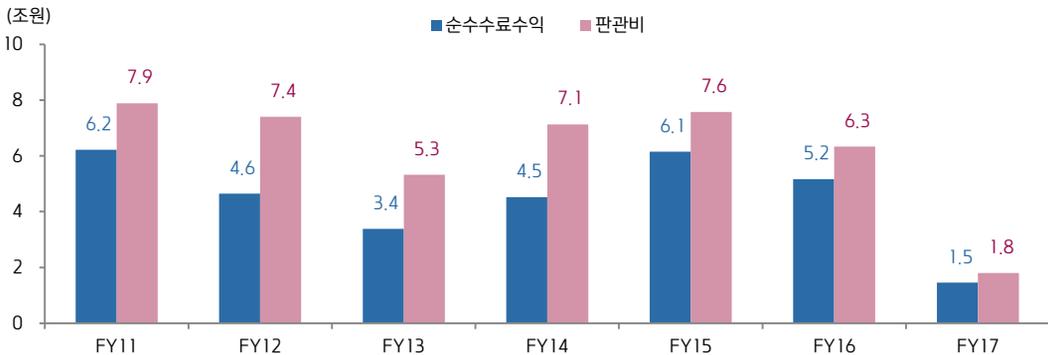
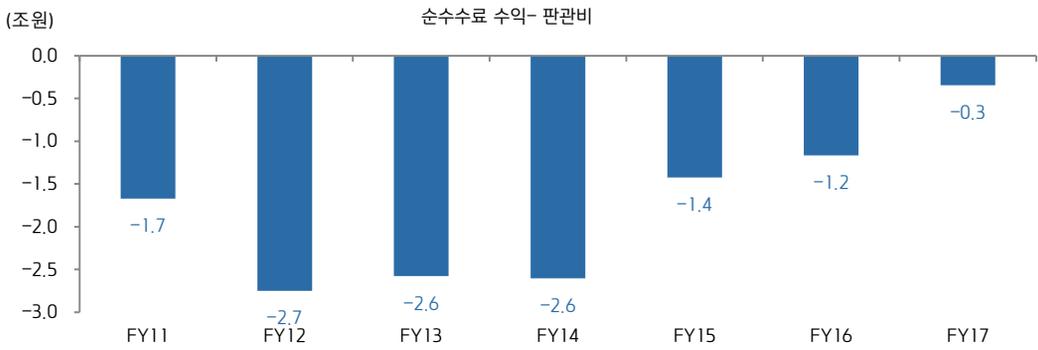
### >>> 수수료 수익, 판관비 커버 비중 증가

증권사 수수료 수익이 판관비를 커버하는 비중은 FY15 이후 높아졌다.

FY12~FY14엔 증권사 수수료 수익은 판관비의 62~63% 밖에 커버하지 못했다. FY15 이후 80%대로 상승했다.

국내증권사 합산 기준으로 순수수수료 수익에서 판관비를 차감한 적자 규모도 2조 중반에서 1조 초반으로 감소했다.

#### 증권사 수수료 수익이 점차 판관비 커버하기 시작



주: FY13은 9개월 기준, 자료: 금감원, 키움증권

주식시장의 일평균거래대금 증가(FY12~FY14 평균 6조원 → FY15~1QFY17 평균 8.3조원, KOSPI+KOSDAQ 합산기준)를 주요인으로 들 수 있으나, 구조적 변화를 간과해선 안 된다.

FY11대비 FY16은 평균 일평균거래대금이 1.1조원 적었으나, 순수수수료 수익에서 판관비를 차감한 적자 규모는 5천억원 적었다.

증권사들의 브로커리지 수익 한계를 탈피하는 모습이 가시화되고 있다.

FY15 이후 주식시장의 일평균거래대금은 8조원으로 회복했으나, 가열되는 업계 경쟁으로 수수료율은 지속적으로 하락하고 있다. 국내 지분증권 수수료율은 8.1bp(vs. FY00 20bp) 까지 하락했고, 대형사들의 비대면채널 무료수수료 이벤트를 감안하면 추가 하락할 개연성도 있다.

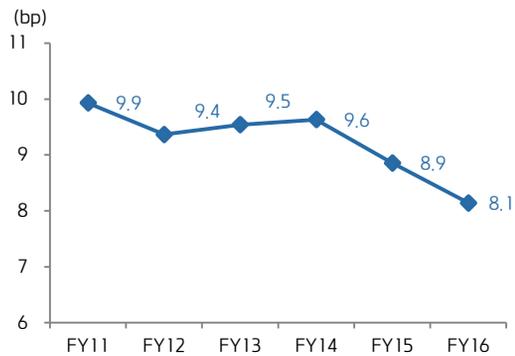
일평균거래대금이 1분기 대비 2분기 증가하며 증권주 투자심리에 우호적으로 작용하고 있다. 그러나 증권사들의 브로커리지 수수료 수익의 중요도는 일평균거래대금과 정비례해 증가하진 못하고 있는 실정이다.

### 주식시장 일평균 거래대금 추이



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

### 지분증권 수수료율 추이



주: FY16은 3분기까지 누적기준, 자료: 금감원, 키움증권

## >>> 증권사 사업모델 변화 가시화

증권사 사업모델 변화는 가시화되고 있다.

중개에서 운용으로 사업모델이 변화하고 있다. 자본의 중요성도 커지고 있다. 정부 정책 지원 하에 IB 업무가 부상하면서 중개 영업에서도 자본이 될 성공으로 이어지고 있기 때문이다.

FY13이후 증권업계에 일어난 구조적 변화는 3가지다.

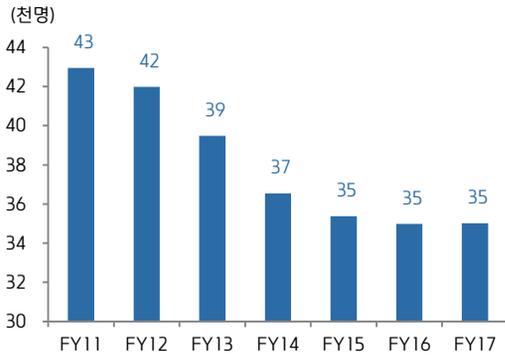
- 1) 사업비 효율화, 2) 수수료 수익 구조 변화와 3) 운용수익 중요성 증가이다.

증권사 인력구조가 효율화됐다.

FY11을 기점으로 순이익이 감소하며 증권사 인력 감원은 시작됐다 FY11에 4.3만명에 육박했던 증권업 종사자 수는 현재 3.5만명 수준까지 감소했다. 인력 총원 시 정규직 대신 비정규직 비중을 늘리며, 증권사 인력 구조는 탄력적인 구조로 변모했다.

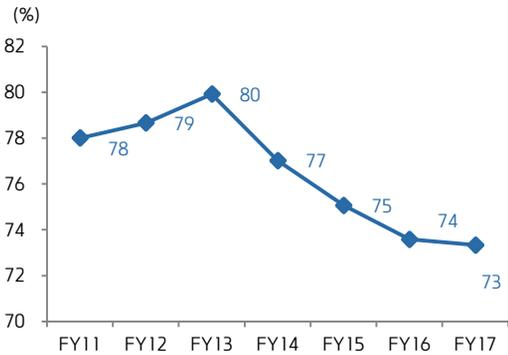
증권사 판관비의 65%가 인건비로 이뤄져 있다는 점을 감안하면, 인력구조 슬림화는 사업비 효율화로 이어지고 있다.

국내 증권사 임직원 수 추이



자료: 금감원, 키움증권

총 임직원 내 정규직 비중 추이



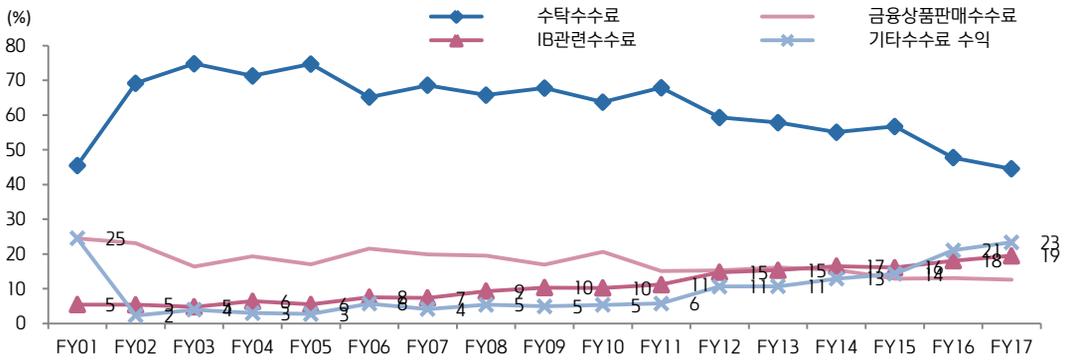
자료: 금감원, 키움증권

수수료 수익 구조도 변화하고 있다.

국내 주식 브로커리지 수수료 중심에서 다변화되고 있다. FY13 이후 IB수수료 수익은 빠르게 증가했고, 해외 주식 브로커리지 수수료 수익도 커질 개연성이 있다.

13년 자통법 개정 이후 수수료 수익 내에서 IB 수수료 수익이 차지하는 중요도가 증가하고 있다. 기타 수수료 수익 중 일부가 IB영업과 연관된 수익이라는 점을 감안하면 국내증권사의 순영업수익 중 IB수수료 수익이 차지하는 비중은 30%내외로 추정된다.

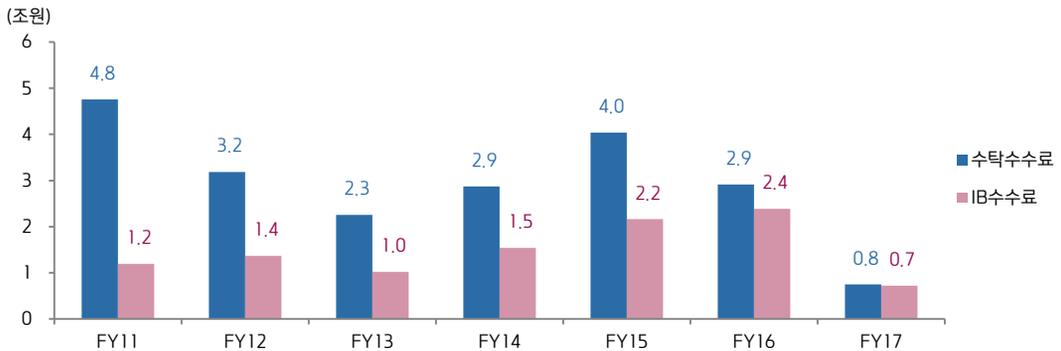
국내 증권사 수수료 수익 구조의 변화: 브로커리지 수수료 → IB관련수수료



주: 국내 증권사 합산 기준, 수수료수익 내 비중, 별도 기준 자료: 금감원, 키움증권

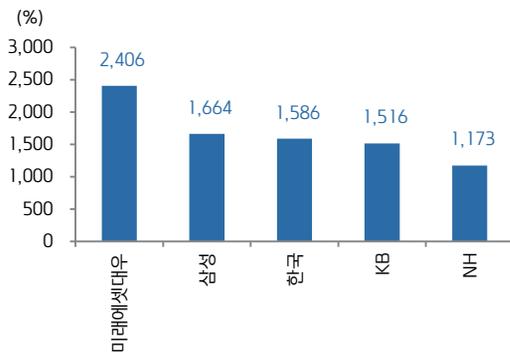
국내 주식 브로커리지 수수료 수익은 시황에 따라 변동성이 크나, IB수수료 수익은 꾸준히 증가하는 모습이다. 초대형 IB 육성 및 자본에 따른 업무 범위 확대 등 정부의 정책적 지원 때문이다. 초대형IB들은 신NCR 비율 도입(2016년)과 발행어음 업무 시행(2017년 9~10월경 시작 예정)으로 자본활용 및 레버리지비율 규제에 대해 여유가 생길 것이다. 이를 통해 대형사들의 IB수수료 수익은 증가할 전망이다. 물론 관련된 채무보증의 적절한 관리의 필요하다.

국내 증권사의 수탁수수료와 IB관련 수수료 수익



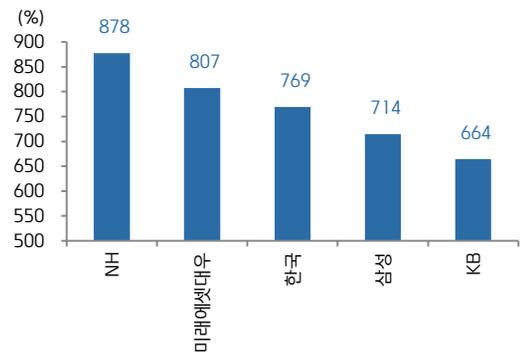
주: IB수수료 수익에는 기타수수료수익 포함, 자료: 금감원, 키움증권

초대형IB의 신NCR 비율



주: 1Q17 기준, 연결기준, 자료: 금감원, 키움증권

초대형IB의 추정 레버리지비율

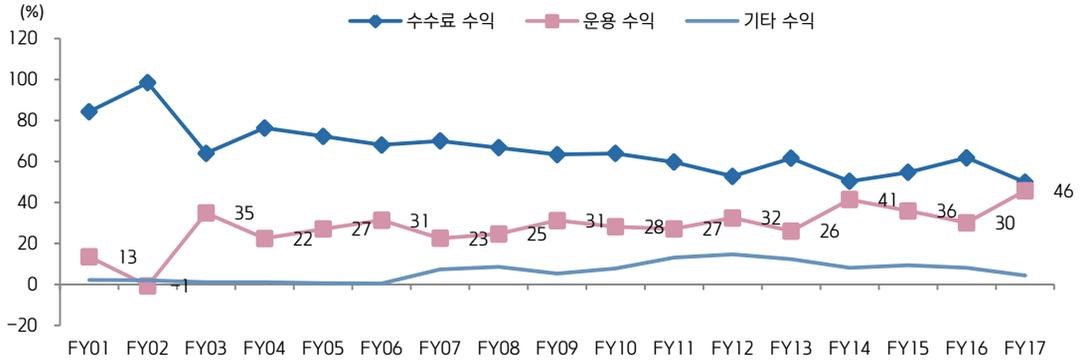


주: 1Q17 기준, 별도기준, 자료: 금감원, 키움증권

증권사 수익 중심이 수수료수익에서 운용수익으로 움직이고 있다.

수수료 수익은 FY02에 국내 증권사 순영업수익의 99%를 차지했으나 현재는 50%로 비중이 축소됐다. 반면 운용수익 비중은 FY02 -1%에서 1Q17에는 46%까지 증가했다. 증권사에 수신기능이 추가되고, 커진 자본을 활용한 PI성 투자가 증가하면서 운용수익 중요도는 점차 커질 것이다.

국내 증권사 수익 구조의 변화: 수수료 수익 → 운용 수익

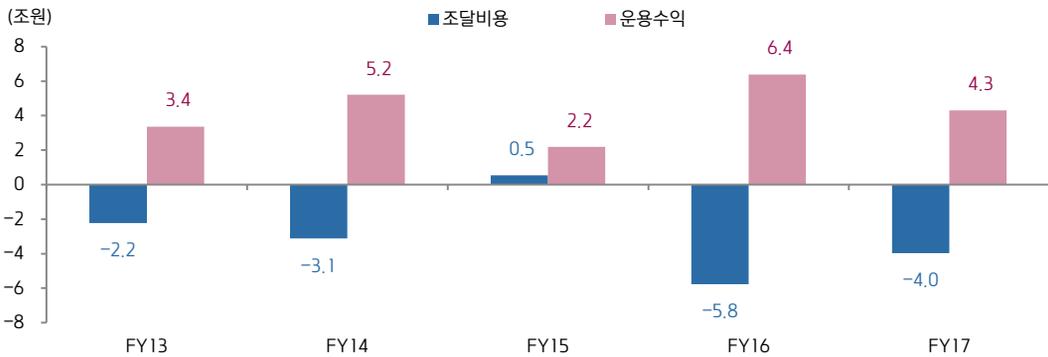


주: 국내 증권사 합산 기준, 순영업수익 내 비중, 별도 기준, FY13부터는 배당금수익+분배금 수익을 기타수익이 아닌 운용수익에 포함  
 자료: 금감원, 키움증권

운용수익은 통상 시황에 따라 변동성이 크다.

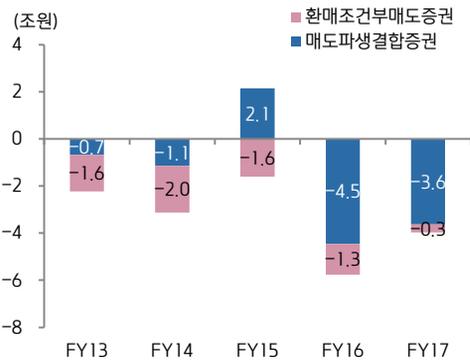
그럼에도 불구하고 증권사 대고객 부채에 대한 운용마진(운용수익-조달비용)은 1) 매도파생결합증권의 Dynamic Hedging 기법, 2) 채권 위주의 안정적 운용과 3) 지난 5년여간의 시중금리의 추세적 하락으로 0.6조원~2.7조원 사이에서 안정적 흐름을 이어왔다.

증권사의 대고객 부채 추정 조달 비용 및 운용수익 추이



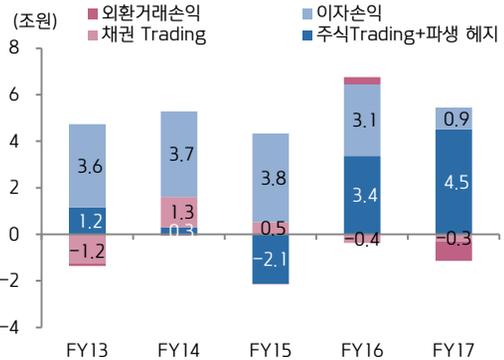
주: 조달 비용은 대고객부채 중 매도파생결합증권+환매조건부매도증권에 대한 비용, 운용수익은 채권+주식+파생상품 트레이딩 수익+채권이자수익+외환환산손익 합산기준  
 자료: 금감원, 키움증권

매도파생결합증권과 RP 조달 비용 추이



자료: 금감원, 키움증권

대고객 부채 운용수익 구성내용 추이



자료: 금감원, 키움증권

## >>> 채권 운용 점검

상반기 시중금리는 안정적 흐름을 이어갔다.

6월말 3년물 국고채 금리는 1.70%로 12월말 대비 6bp 상승했다. 특히 3월 초 이후 시중금리 상승 탄력이 둔화되며 하향 안정화되며 증권사 채권 운용 수익 증대에 긍정적 영향을 미쳤다.

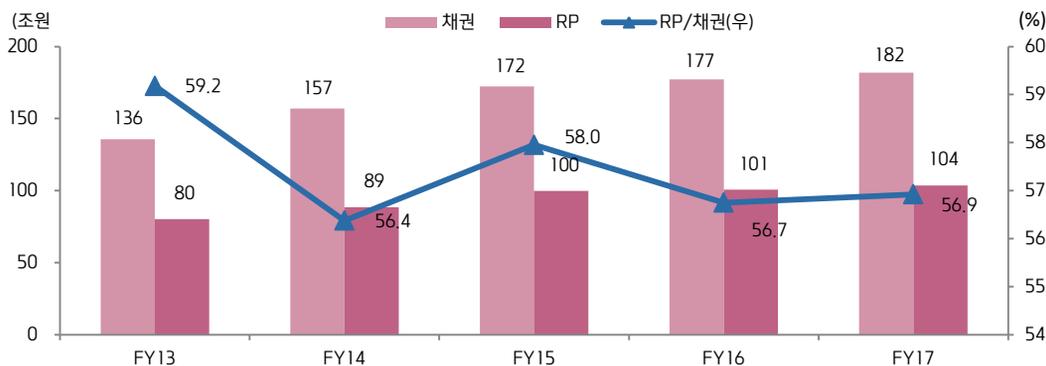
향후 주요국 중앙은행의 긴축정책과 함께 국내 시중금리는 상승할 개연성이 있다. 증권사 자산의 50%가 채권이고 보유채권의 87%가 단기매매증권으로 분류되어 있다는 점을 감안하면, 증권사 금리 리스크 관리에 주목할 필요가 있다.

### 17년 이후 국내 및 미국 시중금리 하향 안정화



자료: Fnguide, 키움증권

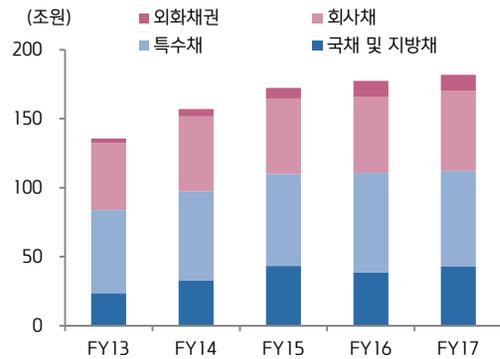
### 국내 증권사 보유 채권과 RP추이



자료: 금감원, 키움증권

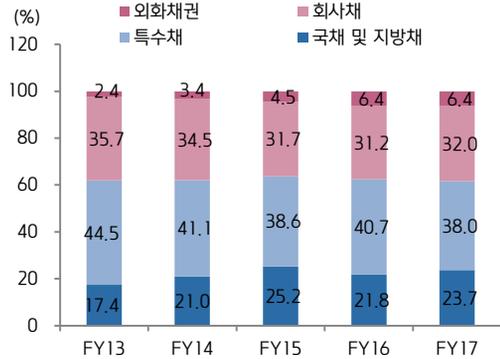
증권사 보유 채권의 보증별 현황을 살펴보면, FY13이후 신용리스크는 다소 완화됐다. 국채 및 지방채 비중은 17.4%(FY13)에서 23.7%(1QFY17)로 늘어난 반면, 특수채 및 회사채 비중은 80.2%(FY13)에서 69.9%(1Q17)로 감소했다. 보험사만큼은 아니나, 외화채권 비중도 2%에서 6%로 증가했다. 외화채권 외에도 ELS 기초자산이 주로 해외 지수임을 감안하면, 증권사 운용수익에 외환 변동성도 중요해졌다.

증권사 채권 보증별 추이



자료: 금감원, 키움증권

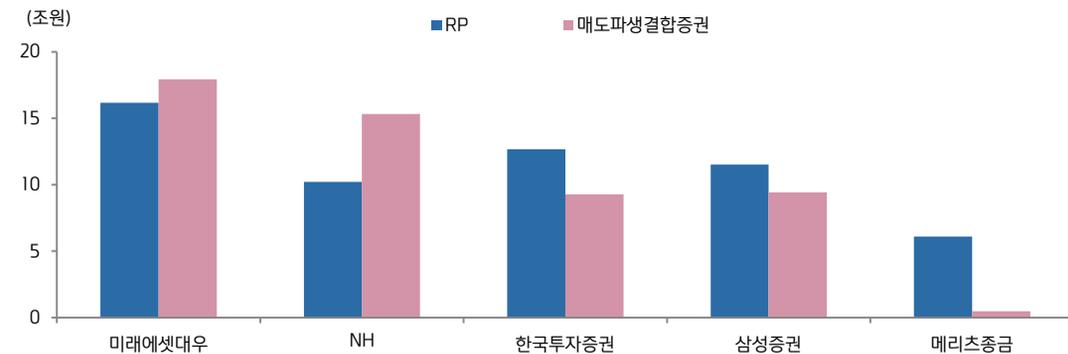
증권사 채권 보증별 비중 추이



자료: 금감원, 키움증권

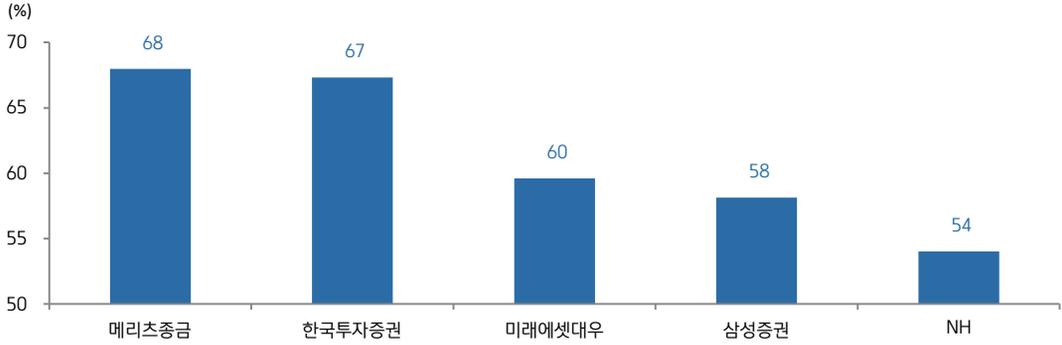
증권사 보유 채권과 매칭되는 부채는 환매조건부매도증권과 매도파생결합증권이다. 환매조건부매도증권의 만기는 통상 3개월이지만, 업계 내에선 최근 매도파생결합증권의 평균 만기를 1년으로 간주한다. 금리 상승기에 채권 듀레이션을 낮추어야 한다는 점을 감안하면, 채권 내 환매조건부매도증권 비중이 높은 증권사가 금리 리스크 관리에 유리하다. 당사 커버리지 증권사 중에서 보유채권 대비 환매조건부매도 증권 비중이 높은 곳은 메리츠증권과 한국투자증권이다. 이들의 보유채권 대비 환매조건부매도증권 비중은 68%, 67%이다. 메리츠증권은 ELS발행 및 운용보다는 구조화증권을 통한 기업금융에 주력했고, 한국투자증권은 대형사 중에서 ELS발행에 대해 보수적인 입장을 취했기 때문이다.

당사 커버리지 증권사의 환매조건부매도증권과 매도파생결합증권 현황



주: 1Q17 기준, 별도 기준, 자료: 금감원, 키움증권

당사 커버리지 증권사의 보유채권 대비 환매조건부매도증권 비중



주: 1Q17 기준, 별도 기준, 자료: 금감원, 키움증권

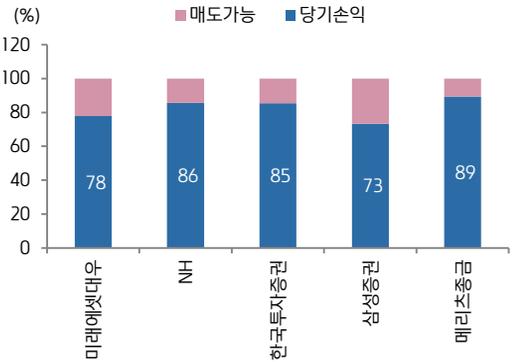
당사 커버리지 증권사들의 보유 채권을 살펴보면 미래에셋대우증권과 삼성증권이 매도가능으로 분류된 비중이 타사 대비 높다. 삼성증권과 미래에셋대우증권의 매도가능증권으로 분류된 채권 비중은 각각 27%와 22% 이다. 미래에셋대우증권은 보유 채권을 매도가능증권으로 분류하는 비중을 높여 금리 리스크를 낮췄으나, 경쟁사 대비 신용 및 외환리스크에 노출은 다소 크다. 전체 보유 채권 중 특수채 및 회사채 비중이 77%이고 외화채권 비중이 9%에 이르기 때문이다

당사 커버리지 증권사 채권 구분 현황



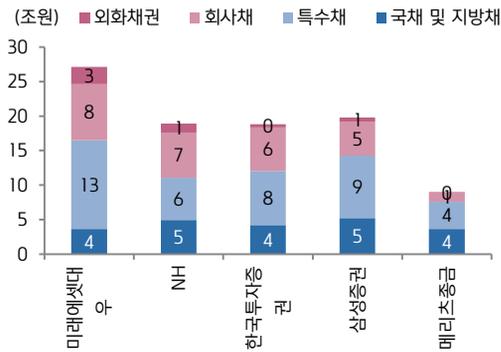
주: 1Q17 기준, 별도 기준, 자료: 금감원, 키움증권

당사 커버리지 증권사 채권 내 당기손익증권 비중



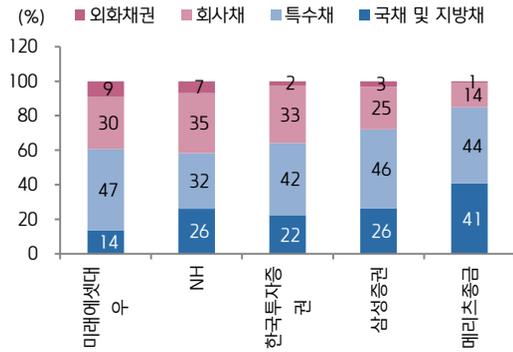
주: 1Q17 기준, 별도 기준, 자료: 금감원, 키움증권

당사 커버리지 증권사 보유 채권 보종 현황



주: 1Q17 기준, 별도 기준, 자료: 금감원, 키움증권

당사 커버리지 증권사 보유 채권 보종 비중 현황



주: 1Q17 기준, 별도 기준, 자료: 금감원, 키움증권

### III. 증권업 투자의견 및 Top Picks

증권업에 대한 투자의견 Overweight을 유지한다.

중기적으로 증권주 흐름은 KOSPI 방향과 시중금리 변동성에 의해 결정될 전망이다.

#### 증권업 지수와 KOSPI 추이



자료: Fnguide, 키움증권

시행산업 특성 상 증권사 순이익은 거시변수와 증시상황에 크게 좌우되나, 정부의 정책적 지원 하에 증권업계는 수익 구조를 변화시키고 있다. 대형증권사를 중심으로 단순히 국내 주식 브로커리지 중개 영업에 집중하기 보단 증가된 자본과 넓어진 영업 활동 범위를 적극적으로 활용하기 위해 노력하고 있다. 처음 시행착오도 커질 수 있으나 새로운 시대에 맞추어 변모하려 대비하고 있고, 다른 금융사와 달리 수익원이 다양화될 수 있다는 측면에서 증권사엔 중기적으로 긍정적이다.

당사 커버리지 증권사 순이익 추정치를 상향한다.

당사 커버리지 5개 증권사 FY17, FY18 합산 순이익 추정치를 각각 14.2%, 8.8% 상향한다.

글로벌 증시와 거시 환경이 증권사 Book에 우호적으로 작용하고 있기 때문이다. 이익 추정치 상향의 주요인은 상품운용손익 증가 때문이다.

한국금융지주와 미래에셋대우증권의 FY17 이익 추정치 상향 폭이 크다.

#### 당사 커버리지 증권사 순이익 추정치 변경 (단위: 십억원, %)

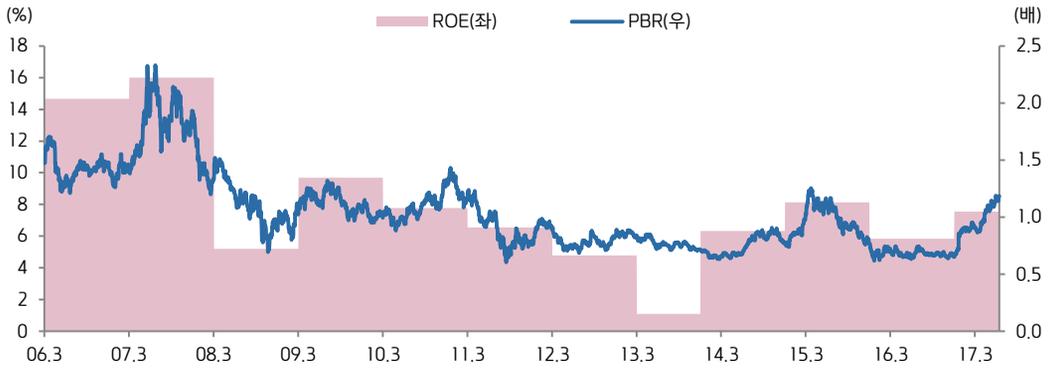
	변경 전		변경 후		변화율(%)	
	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E
<b>당사 커버리지 합계</b>	<b>1,415</b>	<b>1,582</b>	<b>1,617</b>	<b>1,721</b>	<b>14.2</b>	<b>8.8</b>
미래에셋대우	327	414	389	424	18.9	2.3
NH 투자증권	287	322	298	324	3.8	0.6
한국금융지주	317	338	405	416	27.8	23.1
삼성증권	213	229	230	250	7.9	9.0
메리츠종금증권	271	279	295	308	8.7	10.5

자료: 키움증권

현재 증권주 PBR(당사 커버리지 5개사 합산 기준)은 1.1배이다.

연초 이후 증권주 주가가 40% 상승했고 FY17 당사 커버리지 증권사 합산 ROE가 7.5%임을 감안하면, 현재 증권주 밸류에이션은 증권주 투자 시 다소 부담을 느낄 수 있는 상황이다.

### 증권업 지수 ROE와 PBR 추이



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

그러나 경험적으로 KOSPI 상승 시 증권주 주가는 동행해서 상승하고 밸류에이션은 이후 정당화됐다. 즉 주가는 순이익에 선행해서 움직인다.

현재 경기 반등에 대한 불확실성에도 불구하고 글로벌 유동성 영향으로 시장에서 KOSPI 전망치는 점차 상승하고 있다. 따라서 증권주는 조정 시 여전히 매수 전략이 유효하다.

증권주 Top Picks로 한국금융지주와 NH투자증권을 유지한다.

한국금융지주는 초대형 IB 중 사업다각화에 기반한 높은 ROE가 매력적이다. NH투자증권은 최근 상대적으로 주가가 주춤했으나, 하반기로 갈수록 배당주 매력이 부각될 전망이다.

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

		한국금융지주	NH 투자증권	미래에셋대우	메리츠증권	삼성증권
투자 의견		BUY	BUY	BUY	BUY	Outperform(하향)
목표주가		85,000(상향)	16,500	13,000(상향)	5,700	43,000(상향)
현재주가		72,300	14,700	11,400	5,000	40,850
시가총액		4,029	4,137	7,596	3,028	3,678
ROE	FY16	8.5	5.1	0.7	14.1	4.7
	FY17E	11.4	6.4	5.5	13.5	5.6
	FY18E	10.9	6.9	5.6	11.9	5.7
순영업수익	FY16	998	935	796	646	794
	FY17E	1,213	1,076	1,255	711	882
	FY18E	1,225	1,099	1,327	738	903
당기순이익	FY16	280	236	40	254	174
	FY17E	405	298	389	295	230
	FY18E	416	324	424	308	250
자본총계	FY16	3,495	4,649	6,660	1,878	3,827
	FY17E	3,758	4,620	7,440	2,489	4,330
	FY18E	4,059	4,786	7,777	2,675	4,502
자산총계	FY16	37,307	42,971	57,270	17,268	33,230
	FY17E	42,787	47,295	59,756	22,400	35,093
	FY18E	47,256	52,235	62,166	26,564	37,242
PBR	FY16	0.7	0.6	0.5	0.8	0.6
	FY17E	1.1	0.9	0.9	1.1	0.8
	FY18E	1.0	0.9	0.8	1.1	0.8
PER	FY16	8.0	11.5	76.0	6.8	13.3
	FY17E	9.6	13.8	19.0	9.5	14.7
	FY18E	9.3	12.7	15.6	9.1	14.6
BPS	FY16	63,460	16,368	13,295	4,142	52,230
	FY17E	68,457	16,491	13,398	4,425	52,256
	FY18E	74,167	16,737	13,701	4,756	50,417
EPS	FY16	5,211	842	95	560	2,378
	FY17E	7,547	1,063	599	524	2,774
	FY18E	7,754	1,154	728	548	2,794
배당성향	FY16	17.4	51.1	166.1	35.2	28.5
	FY17E	17.4	50	20.0	35.2	25
	FY18E	17.4	50	20.0	35.2	25
DPS	FY16	800	400	50	200	650
	FY17E	1,200	500	120	170	700
	FY18E	1,250	600	150	180	700
배당수익률	FY16	1.9	4.1	0.7	5.8	2.1
	FY17E	1.7	3.4	1.1	3.4	1.7
	FY18E	1.7	4.1	1.3	3.6	1.7

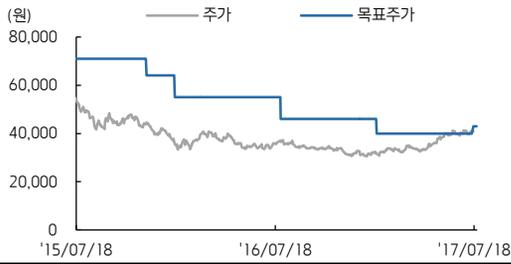
자료: 키움증권

투자 의견 변동 내역 (2개년)

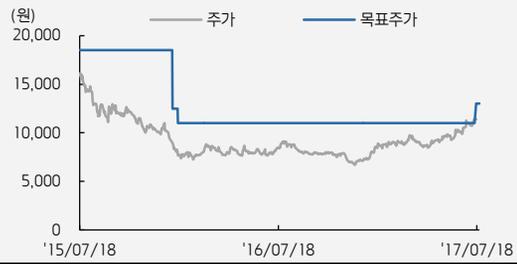
종목명	일자	투자 의견	목표주가	종목명	일자	투자 의견	목표주가
삼성증권 016360	2013-05-15	BUY(Maintain)	65,000원	미래에셋대우 006800	2013-10-25	Marketperform(Maintain)	9,200원
	2013-05-27	BUY(Maintain)	65,000원		2014-01-14	Marketperform(Maintain)	8,000원
	2013-05-27	BUY(Maintain)	65,000원	2014-12-16	Marketperform(Reinitiate)	10,400원	
	2014-01-14	BUY(Maintain)	65,000원	담당자 변경	2015-01-05	BUY(Maintain)	12,500원
	2014-11-30	BUY(Reinitiate)	55,000원		2015-04-08	BUY(Upgrade)	17,000원
	2014-12-16	BUY(Maintain)	61,000원		2015-04-22	BUY(Maintain)	18,500원
	2015-04-08	BUY(Maintain)	71,000원		2015-05-19	BUY(Maintain)	18,500원
	2015-05-19	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		2016-01-15	BUY(Maintain)	11,000원
	2015-11-24	BUY(Maintain)	68,000원		2016-04-19	BUY(Maintain)	11,000원
	2016-01-15	BUY(Maintain)	55,000원		2016-07-28	BUY(Maintain)	11,000원
	2016-04-19	BUY(Maintain)	55,000원		2016-10-11	BUY(Maintain)	11,000원
	2016-05-17	BUY(Maintain)	55,000원	2017-01-23	BUY(Maintain)	11,000원	
	2016-07-28	BUY(Maintain)	46,000원	2017-02-02	BUY(Maintain)	11,000원	
	2016-10-11	BUY(Maintain)	46,000원	2017-04-17	BUY(Maintain)	11,000원	
	2017-01-23	BUY(Maintain)	40,000원	2017-05-22	BUY(Maintain)	11,000원	
	2017-04-17	BUY(Maintain)	40,000원	2017-06-27	BUY(Maintain)	11,000원	
	2017-05-16	BUY(Maintain)	40,000원	2017-07-18	BUY(Maintain)	13,000원	
	2017-07-18	Outperform(Downgrade)	43,000원	메리츠증권 008560	2015-05-19	BUY(Initiate)	7,200원
한국금융지주 071050	2013-11-20	BUY(Upgrade)	48,000원		2015-07-06	Outperform(Downgrade)	7,200원
	2014-01-14	BUY(Maintain)	50,000원		2015-08-04	Outperform(Maintain)	7,200원
담당자 변경	2014-11-30	BUY(Reinitiate)	70,000원		2015-09-14	BUY(Upgrade)	7,200원
	2014-12-16	BUY(Maintain)	70,000원		2016-01-15	BUY(Maintain)	5,300원
	2015-01-23	BUY(Maintain)	70,000원		2016-04-19	BUY(Maintain)	5,300원
	2015-04-08	BUY(Maintain)	80,000원		2016-05-03	BUY(Maintain)	5,300원
	2015-05-19	BUY(Maintain)	87,000원		2016-07-28	BUY(Maintain)	4,800원
	2015-06-26	BUY(Maintain)	87,000원		2016-08-02	BUY(Maintain)	4,800원
	2015-07-23	BUY(Maintain)	87,000원		2016-10-11	BUY(Maintain)	4,800원
	2016-01-15	BUY(Maintain)	72,000원	2016-11-09	BUY(Maintain)	4,800원	
	2016-04-19	BUY(Maintain)	72,000원	2016-11-17	BUY(Maintain)	4,800원	
	2016-05-30	BUY(Maintain)	67,000원	2017-01-23	BUY(Maintain)	4,800원	
	2016-07-28	BUY(Maintain)	62,000원	2017-02-07	BUY(Maintain)	4,800원	
	2016-10-11	BUY(Maintain)	62,000원	2017-04-17	BUY(Maintain)	4,800원	
	2017-01-23	BUY(Maintain)	62,000원	2017-04-25	BUY(Maintain)	4,800원	
	2017-02-27	BUY(Maintain)	62,000원	2017-06-30	BUY(Maintain)	5,700원	
2017-04-17	BUY(Maintain)	62,000원	2017-07-18	BUY(Maintain)	5,700원		
2017-05-22	BUY(Maintain)	68,000원					
2017-07-18	BUY(Maintain)	85,000원					
NH투자증권 005940	2013-04-26	Outperform(Maintain)	13,000원				
	2014-01-14	BUY(Upgrade)	12,000원				
	담당자 변경	2015-05-19	Outperform(Reinitiate)	15,500원			
		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			
		2017-01-23	BUY(Maintain)	15,000원			
		2017-03-10	BUY(Maintain)	15,000원			
		2017-04-17	BUY(Maintain)	15,000원			
2017-05-16	BUY(Maintain)	16,500원					
2017-07-18	BUY(Maintain)	16,500원					

목표주가 추이 (2개년)

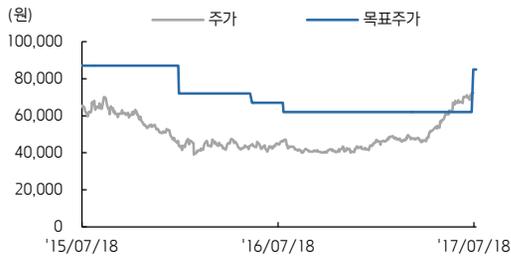
삼성증권



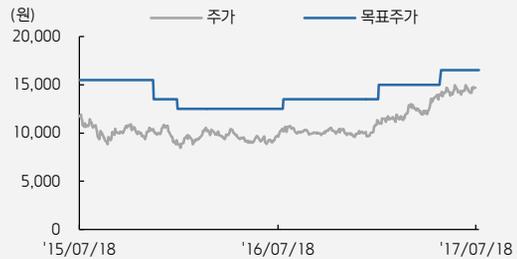
미래에셋대우



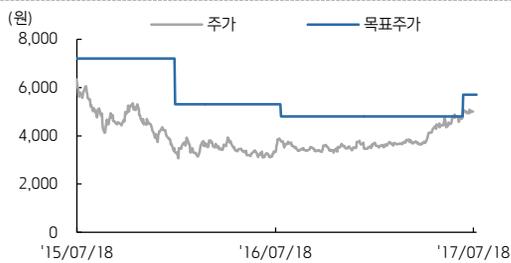
한국금융지주



NH투자증권



메리츠증권증권



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 (2016/7/1~2017/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%