

# 증권산업

## 2017년, 5강(五強)체제 확립 (초대형 IB 증권사 진검승부 시작)

Industry Report | 2017. 1. 17

국내 경기 회복 지연 및 시장금리 상승 우려로 여전히 증시 투자심리가 냉각된 상황. 그러나 금융주 내 선순환 및 증시상승 기대감이 이어지고 있음. 또한, 중장기적으로는 금융당국의 규제완화 정책이 이어질 것이며 금년부터 시행되는 초대형 IB육성방안 효과도 서서히 가시화될 전망

### '17년 초대형 IB 육성방안 도입. 발행어음 업무부터 경쟁 시작

금년 4월부터 초대형 IB 육성방안이 도입될 예정. 자기자본 4조원 이상 증권사는 발행어음 업무가 가능하고, 8조원 이상 증권사는 종합금융투자계좌(IMA) 업무가 가능. 금융당국은 이를 통하여 은행 중심의 기업 자금조달을 다변화시키고, 증권사의 IB역량 강화를 유도해 해외 대형 IB와 어깨를 견줄 수 있는 대형 증권사를 육성하고자 함. 다만, 신규 업무를 통한 수익창출에는 시간이 걸릴 전망. 결국, 자기자본 4조원 이상 5개 증권사는 자본확충에 따른 ROE 개선을 위하여 신규업무보다는 기존 업무를 강화하며 현재의 시장 지배력을 더욱 확고히 할 전망

### 자기자본 4조원 이상 증권사와 전문화·특화 증권사가 유리

향후 자기자본 4조원 이상 증권사가 안정적인 이익 증가세 보여줄 전망. 과거 '11년에도 이와 같은 모습이 나타남. 결국, '15년과 같은 일평균거래대금 증가에 따른 주식시장 호황이 발생하지 않는다면 증시 반등 시에도 당분간은 대형 증권사와 전문화·특화 증권사 중심으로 이익 개선세 지속될 수 밖에 없음

### 증시 상승 및 규제완화 기대감 지속 예상

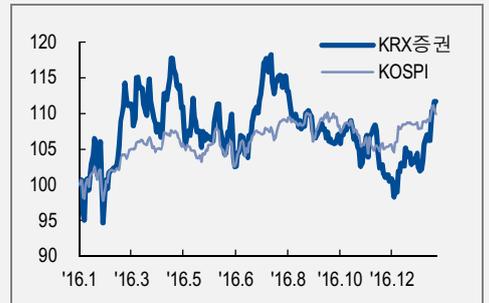
시장금리 상승 우려 및 국내 경기 부진에 따른 투자심리 위축으로 리테일 부문의 수익개선이 쉽지 않을 것으로 예상하나, 이러한 우려는 이미 주가에 선반영된 상황. 향후 금융주 내 선순환, 증시 상승 및 규제완화 기대감으로 증권주 상승세 이어질 전망. Top Picks은 한국금융지주와 키움증권 추천

## Positive (신규)

### Top Picks

한국금융지주	Buy (신규)	63,000원 (신규)
키움증권	Buy (신규)	97,000원 (신규)
	PER(배)	PBR(배)
KOSPI	10.3	1.1
Sector	9.7	0.7

### Sector Index



업종 시가총액 9,941십억원 (Market 비중 0.7%)  
주: KRX업종 분류 기준



Analyst 원재웅  
02)768-7606, jaewong.won@nhqv.com

### 증권업종 투자의견/투자지표

(단위: 원, 배, %)

	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		BPS	
					2016E	2017F	2016E	2017F	2016E	2017F	2016E	2017F
한국금융지주	071050.KS	Buy(신규)	63,000(신규)	45,350	8.7	8.6	0.8	0.7	8.5	7.9	57,918	61,918
삼성증권	016360.KS	Buy(신규)	42,000(신규)	33,200	13.0	11.5	0.6	0.7	5.0	6.2	50,872	49,599
키움증권	039490.KS	Buy(신규)	97,000(신규)	73,700	9.7	10.8	1.3	1.3	14.2	12.5	54,470	55,164
미래에셋대우	006800.KS	Buy(신규)	11,000(신규)	8,570	26.0	11.2	0.6	0.6	2.6	5.8	12,699	13,193
대신증권	003540.KS	Hold(신규)	13,000(신규)	10,750	5.6	5.5	0.4	0.4	4.4	4.4	25,094	25,413

주: 1월 13일 종가 기준, 미래에셋대우는 '16.12.29일 합병 / 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

# CONTENTS

I. Executive Summary .....	3
II. 초대형 IB 육성 방안 도입으로 5강(五強)체제 확립.....	4
1. 초대형 IB육성방안은 더 큰 대형 증권사 유도를 위한 초석	
2. 발행어음 첫 해 수익은 연 1,600억원보단 400억원 이하가 현실적	
3. 결국 '17년부터 5강 체제 더욱 확고해질 전망	
III. 무료수수료 경쟁 및 비대면 채널 확대 영향 크지 않을 전망 .....	17
1. 각 증권사마다 무료수수료 및 비대면채널 경쟁이 확대되고 있는 상황	
2. 무료수수료 및 비대면 채널 영향 크지 않음	
IV. 자기자본 4조원 이상의 증권사와 특화된 증권사 중심으로 추천 .....	19
1. 대형 증권사 시장 지배력 확대됨에도 특화 증권사 수익성 유지될 전망	
V. 증시 상승 및 규제완화 기대감 지속 예상.....	21
1. 4분기 순익 하락 추정	
2. 당분간 실적 개선도 쉽지 않을 전망	
3. 실적 우려는 주가에 선반영됨. 증시 상승 및 규제완화 기대감 지속 예상	
<b>[기업분석]</b>	
한국금융지주 (Buy, TP 63,000원).....	27
삼성증권 (Buy, TP 42,000원).....	31
키움증권 (Buy, TP 97,000원).....	36
미래에셋대우 (Buy, TP 11,000원).....	41
대신증권 (Hold, TP 13,000원).....	46

## I. Executive Summary

### ‘17년부터 5강(五強)체제 확고해지고, 특화증권사 더욱 부각될 전망

#### 2017년 초대형 IB 허용으로 5강체제 확립될 전망

금년 4월에 도입되는 초대형 IB육성 방안으로 향후 미래에셋대우, NH투자증권, 삼성증권, KB증권, 한국금융지주의 5강 체제가 더욱 확고해질 전망이다. 초대형 IB육성방안은 자기자본 4조원 이상 증권사에게는 발행어음 업무를, 8조원 이상 증권사에게는 IMA를 허용하는 내용을 담고 있다. 은행 중심의 기업 자금조달 시장을 다변화시키고 IB업무를 확대하려는 목적의 제도이다.

다만, 시장 침체 속에서 적절한 투자대상을 찾기 쉽지 않고, 운용 규제가 있는 만큼 발행어음 시행으로 인한 수익 창출은 시간이 걸릴 전망이다. 그러므로 자기자본 4조원 이상 증권사는 자본이 증가한 만큼의 ROE 회석을 막기 위해 기존 업무를 더욱 강화하고 비용효율성을 개선시키면서 증권업 내 시장 지배력을 넓혀갈 것이다. 이러한 현상은 2011년 자기자본 3조원 증권사를 대상으로 ‘종합금융투자업자’ 제도를 시행한 후 지금까지 나타난 현상의 연장선이다.

#### 무료수수료 및 비대면채널 영향 크지 않을 전망

초대형 IB 육성방안과 함께 금년의 또 다른 증권업 이슈는 2016년부터 이어진 각 증권사의 무료수수료 서비스 및 비대면채널 확대이다. 하지만 증시 침체로 신규 고객 유입이 제한적이며 기존 고객이 느끼는 가격 민감도가 낮아 증시에 미치는 영향은 크지 않을 전망이다.

#### 결국, 자기자본 4조원 이상 증권사와 전문화·특화 증권사가 유리할 전망

자기자본 4조원 이상 증권사의 시장지배력이 확대되는 가운데 중소형 증권사의 전문화·특화 노력이 지속적으로 이어질 것으로 예상된다. 차별화된 서비스를 제공하지 못하면 대형 증권사와의 경쟁에서 뒤처질 수밖에 없기 때문이다. 특화된 중소형 증권사는 중소기업 중심 IB업무, 대체투자, 해외 서비스 확대 등 다양한 서비스를 제공할 것이고 특화된 경쟁력을 바탕으로 틈새시장을 찾아 안정적인 수익을 창출할 수 있을 전망이다.

#### Positive로 증권업종 커버리지 개시

당분간 국내 경기 회복이 지연되면서 개인 투자심리 회복이 쉽지 않을 것으로 예상된다. 그러나 현 주가는 이미 이러한 우려를 선반영하였다고 판단한다. 그러므로 업황 부진에도 증권주는 하방경직성을 유지하고 있으며, 향후에는 금융업종 내 선순환, 규제완화 혹은 증시상승 기대감에 편승되어 주가 상승이 가능할 것으로 예상된다.

#### Top-pick는 한국금융지주, 키움증권

Top picks로는 한국금융지주와 키움증권을 제시한다. 한국금융지주는 업황 불황 속에서 다각화된 자회사를 바탕으로 안정적인 이익창출이 가능할 전망이다. 키움증권은 온라인 브로커리지 특화된 구조를 바탕으로 향후에도 브로커리지 시장 지배력을 키워나갈 것으로 예상된다.



[표 1] 대형 증권사의 자기자본 확보 빠르게 진행

(단위: 십억원, %)

회사명	기존 자기자본	날짜	확보 방안	금액	확충 후 예상 자기자본 규모
미래에셋대우	6,600	-	-	-	6,600
NH 투자증권	4,579	-	-	-	4,579
삼성증권	3,476	16.12.20	유상증자(+)	350	4,120
		16.12.9	자사주 매각(+)	290	
한국투자증권	3,170	16.11.28	유상증자(+)	1,692	4,162
		16.11.22	중간배당(-)	962	
KB증권	3,800	16.12.30	유상증자(+)	180	4,150

자료: NH투자증권 리서치센터

[그림 2] 초대형 IB 육성방안 주요 내용

자기자본	3조~4조원	4조~8조원	8조원 이상
종합금융투자계좌(IMA)			✓
부동산 담보신탁			✓
어음 발행		✓	✓
기업환전 등 외국환 업무		✓	✓
레버리지비율 규제 완화		✓	✓
기업신용공여 한도 증액	✓	✓	✓
새로운 건전성 규제 도입	✓	✓	✓

자료: 금융위, NH투자증권 리서치센터

**자기자본 4조원과  
8조원 이상 증권사는  
각각 기업금융 자산에  
50%, 70%를  
투자해야함**

초대형 IB 육성방안의 또 다른 특징은 자기자본 4조원·8조원 대형 증권사는 1년 이내 어음발행이나 IMA 조달자금으로 각각 운용자산의 50%, 70%를 기업금융에 투자해야만 한다는 것이다. 자기자본 4조원 증권사는 기업금융 50% 의무비율을 제외한 나머지 50%를 개인여신을 제외한 모든 자산에 투자 가능하다. 자기자본 8조원 이상 증권사는 기업금융 의무비율 외 30% 운용자산에 대해서 국공채·통안채 등 고유동자산에만 투자가 가능하게 될 전망이다.

[그림 3] 발행어음, 종합투자계좌 비교

	은행 정기 예금	종금사 발행어음	발행어음	종합투자계좌
수익배분	• 확정금리형	• 확정금리형	• 확정금리형	• 실적배당형
발행제한	×	×	• 자기자본의 일정배수 이내(200%)	×
기업금융 의무비율	×	×	○ (예 : 50%)	○(예: 70%)
운용규제	• 증권매입 제한 등 은행 인가범위에 따른 제한	×	○ • 개연여신 편입 제한	○ • 회사채, 기업대출 중심 운용
계정분류	• 고유계정	• 고유계정	• 별도계정	• 별도계정
예금자보호	○	○	×	×
레버리지 규제	-	×	×	×

자료: 금융위, NH투자증권 리서치센터

**이론적으로는 4조원 자기자본 증권사 발행어음을 통해 약 1,600억원 이익 창출 가능**

이론적으로 자기자본 4조원 증권사는 발행어음 업무를 통해 약 1,600억원의 이자 수익을 새로 확보할 수 있다. 발행어음 업무는 자기자본의 2배까지 레버리지가 가능하여 4조원 증권사가 최대로 자금조달 할 수 있는 규모는 8조원이다. 운용자산이 익률에서 조달금리를 제외한 NIM(순이자마진)이 약 2% 수준이라고 가정하면 최대 1,600억원까지 이자수익 증가가 가능하다. 자기자본 7조원 증권사는 최대 2,800억원의 이자수익을 확보할 수 있다.

예시) 4조원 증권사 발행어음을 통한 이자수익 추정  
 → 8조원(4조원 x 2배) x NIM 2% = 1,600억원

[표 2] 발행어음에 따른 이자수익 증가 이론적 최대치 추정

(단위: 십억원, %)

	미래에셋대우	삼성증권	한국투자증권	NH 투자증권	비고
운용자산 한도 (a)	13,200	8,200	8,400	9,000	자기자본의 2배 (b) x 2
자기자본 (b)	6,600	4,100	4,020	4,500	4Q16 예상
NIM (c)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	=(d) - (e)
투자운용이익률 가정 (d)	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	
조달금리 (e)	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	
신규 이자수익	132	82	80	90	=(b)x(e)

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

## 2. 그러나 발행어음 첫 해 수익은 연 1,600억원보다 연 400억원 이하가 현실적

**시장상황 녹록치 않아  
투자대상 많지 않음**

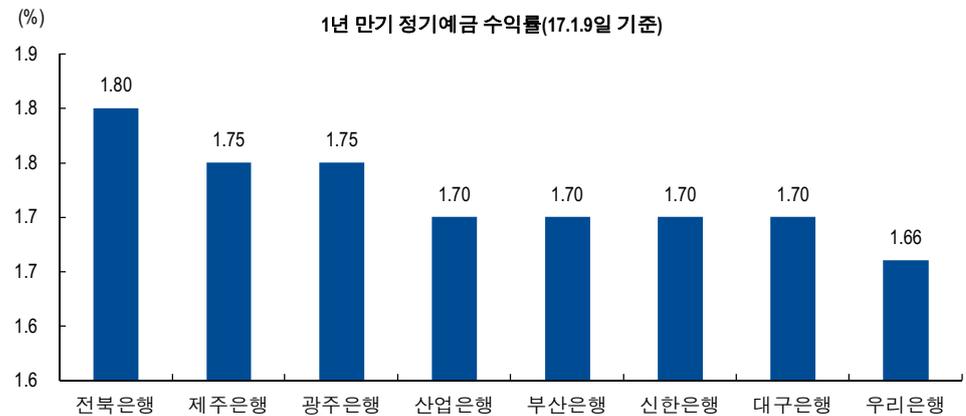
발행어음 업무로 자기자본 4조원 증권사에 새로운 수익원이 창출된다는 측면에서 상당히 긍정적이나, 이러한 수익이 본격적으로 이익에 기여하기에는 시간이 걸릴 것으로 예상된다. 현재 발표된 제도 및 시장 상황을 고려해볼 때 운용자산 수익률 제고가 쉽지 않고, 운용자산 확대도 쉽지 않기 때문이다.

가장 우선적으로 운용자산이익률이 3% 후반에서 4% 수준이 되는 투자대상을 찾아야 하는데 시장침체로 투자대상을 찾기가 쉽지 않다. 3% 후반의 운용수익률이 유지되어야 하는 이유는 회사마다 다르나 조달금리가 되는 발행어음 금리가 최소 1% 후반 이상 수준에서 결정된다면 약 2% 수준의 NIM이 나와야지만 여러 제반 비용과 리스크를 감안하고도 사업성이 있다고 판단하기 때문이다.

발행금리가 1% 후반 이상에서 결정될 것으로 예상하는 것은, 최근 시장금리 상승으로 은행금리가 1% 중반까지 상승하였기 때문이다. 증권사는 발행어음 금리 수준을 은행 금리보다 소폭 높게 제시해야지만 은행 자금의 자금이동을 일으킬 수 있을 것이다.

기업대출 대상을 확대하기 위해 해외기업에 대한 대출도 허용해 줄 방침이나 해외기업의 정보 비대칭성, 환리스크, 네트워크, 리스크 관리 등을 고려할 때 증권사의 해외기업에 대한 대출은 상당히 제한적으로 이뤄질 것으로 예상된다.

**[그림 4] 발행어음 금리는 은행금리보다 소폭 높을 것으로 예상**



자료: 금융상품한눈에, NH투자증권 리서치센터

**리스크 관리도  
철저해야함**

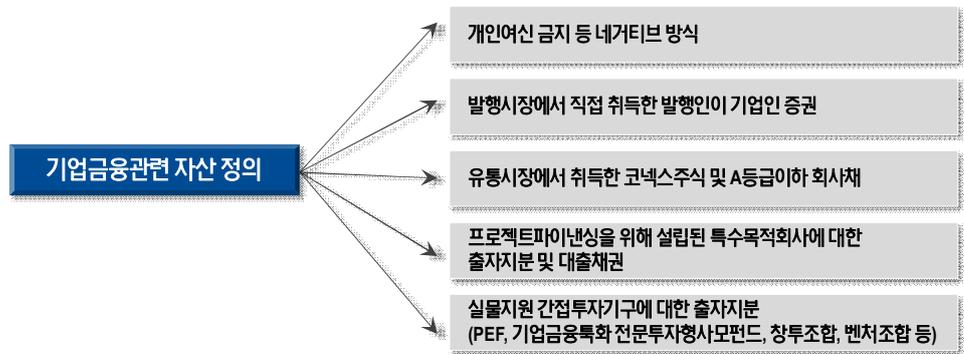
또한, 발행어음의 경우 운용자산의 기업대출 의무비율이 50%이다. 은행과 기업대출 경쟁도 해야하나 대기업이 여전히 시중 은행을 선호할 것이기 때문에, 발행어음을 통한 대출은 대기업보다는 중소기업 중심으로 진행될 가능성이 높다. 신용관리 경험이 전문한 증권사가 첫 해부터 기업대출을 본격적으로 하기 쉽지 않을 것으로 예상된다. 신용관리가 잘 못되면 최근 보험사 및 저축은행의 육류담보대출과 같은 피해가 증권사에서도 발생할 수 있다고 판단한다. 결국, 증권사는 발행어음 업무를 통해서 리스크 관리와 투자이익률 개선이라는 두 마리 토끼를 잡아야 하는 상황이다.

**부동산투자 한도  
10%로 제한**

부동산투자 한도 10%의 운용자산 규제도 운용자산수익률 개선에 부정적이다. 부동산 투자를 제한함으로써 증권사들의 주 수익투자 대상인 부동산 대출 활용도가 현저히 떨어졌기 때문이다. 또한, 유동성 규제도 적용하여 유동성이 낮은 자산에 대한 투자도 쉽지 않다.

이 밖에 기업금융 의무비율(발행어음은 운용자산의 50%, IMA는 운용자산의 70%)을 제외한 부분에 대한 정의가 아직 명확하게 나오지 않은 상황이다. 일단, 금융당국은 개인여신을 금지하였으며 코넥스주식과 회사채A 등급 이하에 대해서는 허용하는 등의 일반적인 안을 공개하였으나 아직 투자를 확정 지을 수 있을 정도의 디테일한 수준까지 공개된 상황은 아니다.

**[그림 5] 단기금융업무의 기업금융관련 자산 정의**



자료: 금융위, NH투자증권 리서치센터

**구 NCR제도에  
발목잡힌 상황**

장외파생상품에 대한 구 NCR제도도 수익증가에 부정적이다. 자본시장법166조 2에 따르면 현재 장외파생상품 영업을 지속하려면 구 NCR 200% 넘어야 한다. 신 NCR제도가 도입되었지만 파생상품에 대한 구 NCR제도가 아직 존재하여 본격적인 운용자산 확대가 쉽지 않을 전망이다. 신 NCR제도 아래에서는 회사들의 NCR이 평균 1,000% 이상으로 높은 수준을 유지하나 구 NCR제도에서는 아직 300%대 수준에 머무르는 회사가 많기 때문이다.

**[표 3] 자본시장과 금융투자업에 관한 법률**

**제 166 조의 2(장외파생상품의 매매 등)**

3. 영업용순자본이 총위험액의 2배에 미달하는 경우(겸영금융투자업자의 경우에는 금융위원회가 정하여 고시하는 경우를 말한다)에는 그 미달상태가 해소될 때까지 새로운 장외파생상품의 매매를 중지하고, 미종결 거래의 정리나 위험회피에 관련된 업무만을 수행할 것

자료: NH투자증권 리서치센터

**구 NCR제도를  
고려하여 운용자산  
증가시킬 전망**

기업대출 등 IB업무가 확대되면서 위험자산이 증가한다면 구NCR은 200% 수준까지 빠르게 하락할 것이다. 소비자의 니즈가 있는 ELS판매를 중지할 수는 없으므로 증권사는 구 NCR제도 까지 고려하면서 운용자산 증가 속도를 조절해야 한다.

그러므로 초대형 IB 육성방안이 4월부터 시행되더라도 구NCR제도 관련 자본시장법이 개정되기 전까지 본격적인 기업대출 확대는 쉽지 않을 전망이다. 향후 구NCR제도와 관련된 법안이 통과되면 발행어음 업무 허용에 따른 기업대출 확대가 다시 본격화될 전망이다.

**[표 4] 2016.9월 기준 구 NCR 과 신 NCR 괴리를 비교**

(단위: 십억원, %)

회사명	신 NCR (A)	구 NCR 추정치 (B)	(A) - (B)
(구) 현대증권	1,022.5	296.3	726.2
NH 투자증권	1,352.2	240.7	1,111.5
메리츠증권	706.1	395.1	311.0
미래에셋대우	2,223.6	441.4	1,782.2
(구) 미래에셋대우	2,305.3	283.2	2,022.1
삼성증권	1,414.7	359.3	1,055.4
신영증권	494.0	413.9	80.1
신한금융투자	951.9	344.4	607.5
키움증권	571.9	312.0	259.9
하나금융투자	832.8	316.8	516.0
한국투자증권	1,199.4	299.5	899.9

주: 구 NCR은 신NCR의 '영업용순자본 / 총위험액' 으로 산출  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

**자기자본 4조원  
증권사의 첫 해  
발행어음 수익은  
400억원 미만이 될  
전망**

위에 언급한 바와 같이 수익률 제고와 현실적인 운용자산 증가 어려움으로 자기자본 4조원 증권사의 발행어음 관련 수익은 실질적으로 400억원 미만이 될 가능성이 높다. 결국 발행어음 업무에 따른 실제 수익은 회사 역량마다 다를 것으로 예상하며 대부분 ROE 1% 미만으로 미미할 것으로 예상된다.

우선, 자기자본 4조원 증권사의 경우 발행어음을 통한 자금조달 최대한도는 8조원이나 첫 해에는 약 2조원 수준이 될 것으로 예상된다. 2조원 중 1조원은 신규 자금조달이 될 것이고 나머지 1조원은 RP 형 CMA를 통해서 조달될 가능성이 높다고 판단된다.

증권사는 RP 형 CMA보다 소폭 높은 금리로 발행어음 수익률은 제시하면서 기존 CMA 고객의 자금 이동을 유도할 것이다. 기존 CMA고객의 발행어음으로의 유도는 증권사 입장에서도 긍정적이다. 증권사의 RP 형 CMA 운용 마진은 5bp 수준으로 발행어음을 통해 창출되는 예상 NIM 2%(순이자마진)보다는 현저히 낮기 때문이다. 다만, CMA잔고는 발행어음과 달리 수시입출금이라는 특성을 가져 일부 자금만이 이동할 것으로 예상된다.

그러므로 발행어음에 따른 이자수익과 관련해서는 IB 역량이 뛰어나고 고액자산가 기반이 충분한 회사가 우위를 가질 것으로 판단한다. 한국투자증권은 뛰어난 IB역량을 갖추고 있으나 부동산금융에 집중된 약점을 가지고 있다. 삼성증권은 한국투자증권보다 보수적인 IB 정책을 가져가고 있으나 1) 그룹 계열사가 많고 2) 9만명 이상의 1억원 이상 고액자산가를 가지고 있어 조달 측면에서 강점을 가지고 있다. 미래에셋대우는 170개가 넘는 지점을 통한 강력한 리테일망과 자산관리의 강점이 있다.

미래에셋대우는 국내 최대 인원 및 지점수를 갖춘 증권사로 강력한 네트워크를 바탕으로 발행어음 업무 첫해에 5조원의 자금은 충분히 확보할 수 있다고 판단한다. 일단 회사 합병 후 CMA잔고도 12조원 수준으로 타 증권사의 2배 수준이다. CMA잔고에서 2조~3조원 수준이 발행어음으로 이동할 것으로 추정하고, 신규자금도 약 2조~3조원이 조달되어 약 5조원의 자금은 충분히 확보할 수 있다고 판단한다.

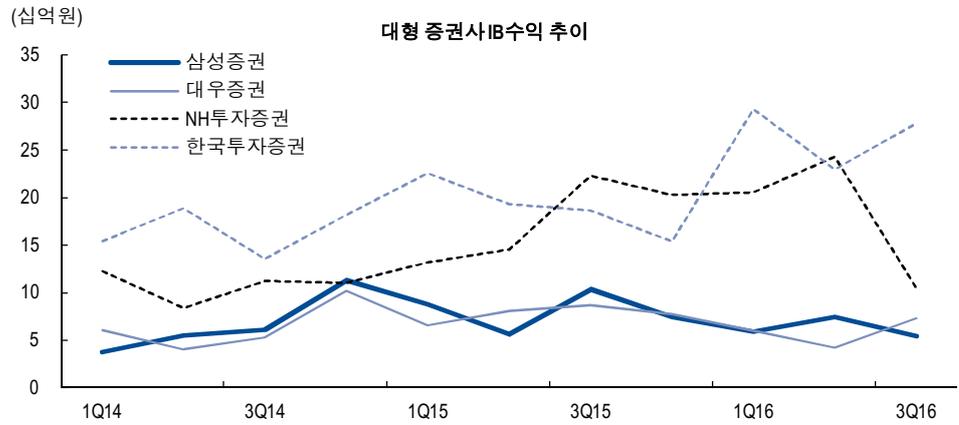
**[표 5] 첫 해 발행어음 증가 수익 추정**

(단위: 십억원)

	미래에셋대우	삼성증권	한국투자증권	비고
실제 운용자산 증가 분 (a)	5,000	2,000	2,000	
운용자산 평잔	2,500	1,000	1,000	= (a) / 2
자기자본	6,700	4,100	4,020	
어음 발행금액 가능금액	13,400	8,200	8,040	자기자본의 2배
NIM (b)	2.0%	2.0%	2.0%	= (c) - (d)
투자운용이익률 가정 (c)	3.7%	3.7%	3.7%	
조달금리 (d)	1.7%	1.7%	1.7%	
신규 이자수익	50	20	20	= (a) x (b)
ROE 증가 분	0.7%	0.5%	0.5%	

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

[그림 6] 최근에는 한국투자증권이 뛰어난 IB 역량을 보여주고 있음



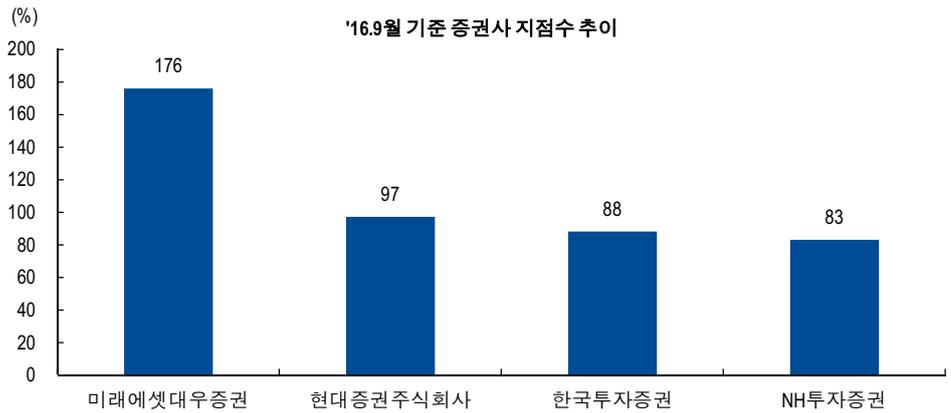
자료: 각 사, NH투자증권 리서치센터

[그림 7] 발행어음 업무 회사별 장단점 비교

	한국투자증권	삼성증권	미래에셋대우증권
장점	<ul style="list-style-type: none"> <li>IB역량 뛰어남</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>고객 자산가 수가 많고 자산관리의 강점을 보유. 발행어음 판매 강점 보일 전망</li> <li>삼성 그룹 계열사의 기업 대출 활용 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>압도적인 지점수로 개인 고객 대상 발행어음 판매 수월할 전망</li> <li>대규모 자기자본을 바탕으로 대형 기업 대출 가능할 전망</li> </ul>
단점	<ul style="list-style-type: none"> <li>다만, IB 강점이 부동산 금융에 집중되어 기업금융에서도 강점을 보일지는 의문</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>실제로 계열사 간 대출 확대가 이뤄질 지는 지켜봐야 함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>상대적으로 부동산 금융에 강점을 보유</li> <li>합병 후 과도기</li> <li>향후에 IMA역량 분산될 전망</li> </ul>

자료: NH투자증권 리서치센터

[그림 8] 미래에셋대우 압도적인 지점수 보유



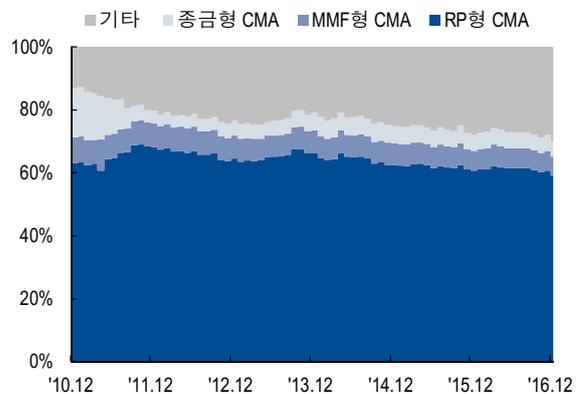
자료: 각 사, NH투자증권 리서치센터

[그림9] 국내 CMA 잔고 53.7조원까지 증가



자료: NH투자증권 리서치센터

[그림10] 이 중 RP형 CMA 일부 자금 발행어음으로 이동 예상



자료: NH투자증권 리서치센터

### 3. 결국, '17년부터 다시 5강(五強)체제 더욱 확고해질 전망

**유증은 했고, ROE 개선에는 시간이 걸리고...**

초대형 IB 육성방안으로 자기자본 4조원 이상 5개 증권사 (미래에셋대우, NH투자증권, 한국금융지주, 삼성증권, KB증권)의 시장지배력은 더욱 커질 전망이다. 앞서 분석한 바와 같이 초대형 IB 육성방안으로 인한 이익 증가는 시간이 걸릴 것으로 예상되므로, 자기자본이 증가한 증권사는 ROE 회석을 만회하기 위하여 현업에 더욱 집중할 것이기 때문이다. 상대적으로 중소형 증권사의 입지는 더욱 작아질 것이다.

**2011년 대형 증권사 유상증자 발표 이후와 비슷한 상황**

이는 과거 2011년 증권사 유상증자 이후의 모습과 유사하다. 과거 2011년 대형 증권사는 자기자본 3조원 이상의 종합금융투자업자가 되기 위하여 앞다투어 유상증자를 단행하였다. 종합금융투자가는 프라임 브로커리지 서비스를 제공함으로써 수익을 늘릴 수 있을 것으로 기대했기 때문이다.

[표 6] 2011년 10~12월 대규모 유상증자 현황

(단위: 십억원)

회사명	날짜	금액	비고
한국투자증권	11.10.27	730	한국금융지주가 CP 5,000억원 발행하여 자금조달, 100% 한국금융지주가 전액 출자
현대증권	11.10.18	595	전환우선주 발행
우리투자증권	11.10.7	636	
대우증권	11.9.7	1,124	20% 우리사주 배정, 80% 주주 배정
삼성증권	11.10.10	408	

자료: NH투자증권 리서치센터

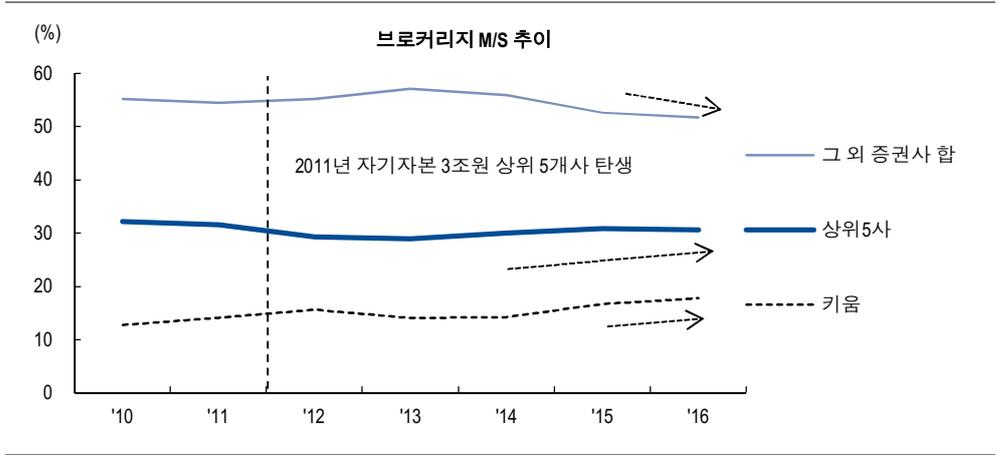
**2011년 자본확충 이후에도 대형 증권사 시장지배력 더욱 확대되었음**

하지만 신규 업무로 인한 수익증가는 예상보다 크지 않았고, 각 증권사는 ROE 회석을 최소화하기 위하여 현 업무에 더욱 집중하였다. 이러한 상황에서 자기자본 3조원 이상의 지위를 확보한 대형 증권사의 시장지배력은 더욱 커졌고, 나머지 중소형 증권사 입지는 더욱 축소되었다.

2011년 전후로 해서 3조원 이상 자기자본을 확충한 5개 증권사(삼성증권, 대우증권, NH투자증권, 한국금융지주, 현대증권)와 키움증권, 그리고 그외 증권사로 나뉘 보면 2011년 이후로 키움증권과 상위 5개사의 브로커리지 시장점유율은 증가하고 그 외 증권사 시장 지배력은 감소하는 것을 확인할 수 있다.

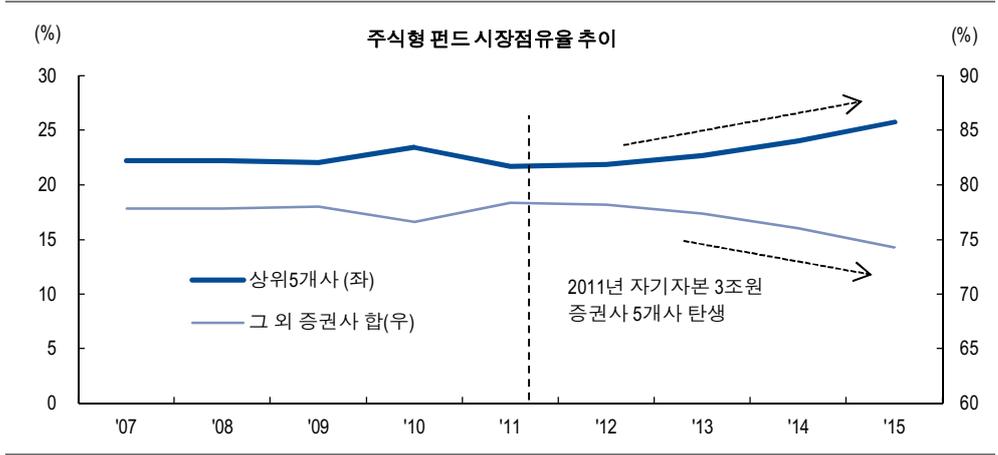
주식형 펀드 시장 점유율도 이와 비슷한 상황이다. 상위5개사 시장점유율은 2011년 이후 급속도로 증가한 반면에, 그 외 증권사의 시장점유율은 2011년 이후 큰 폭으로 하락하는 모습을 보여주고 있다.

[그림 11] 2011년 이후, 브로커리지 M/S 차별화 더욱 심해짐



자료: NH투자증권 리서치센터

[그림 12] 2011년 이후, 주식형 펀드 M/S 차별화 더욱 심해짐



자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치센터

**국내 증권사 양극화  
진행되고 있음**

2011년 이후 자기자본 3조원 이상 증권사와 그 외 증권사로 양극화가 서서히 진행되고 있다. 이러한 현상은 자기자본 구분으로도 확인할 수 있다. 국내 증권회사 수가 빠르게 감소하고 있는 가운데 자기자본 3조원 이상의 대형 증권사 수는 증가하고 있고, 1조원 미만 회사수는 급속도로 감소하기 있기 때문이다. 금년부터는 5개의 증권사가 4조원 이상 자기자본 규모를 갖추게 된다. 이러한 양극화 현상은 더욱 심해질 전망이다.

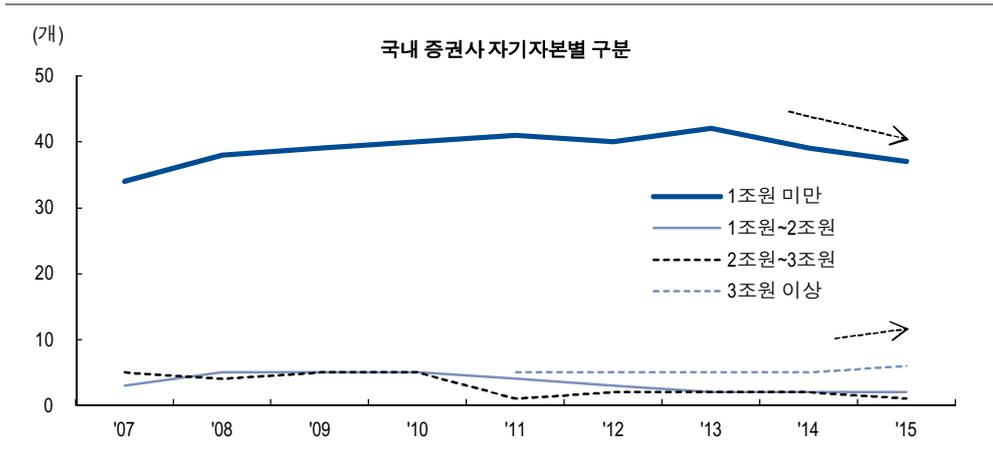
국내 증권사 수는 2009년 자본시장법 개정안으로 62개까지 증가하였으나 현재는 55개로 감소하였다. 향후 하이투자증권이 타 증권사에 인수된다면 그 수는 54개까지 하락할 전망이다.

**[그림 13] 국내 증권회사 수 빠르게 감소 중**



자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치센터

**[그림 14] 국내 증권산업 양극화 진행 중**



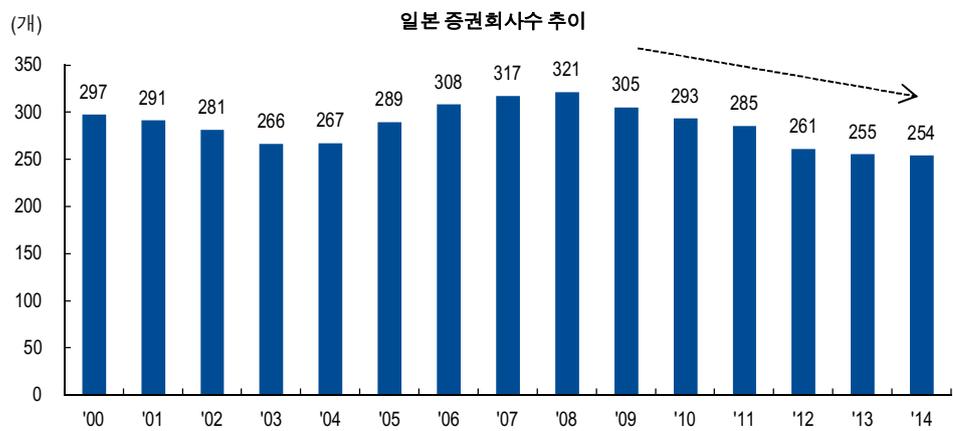
자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치센터

**일본에서도 증권사  
양극화가 본격화  
되었음**

이러한 현상은 일본 증권산업에서도 찾아볼 수 있다. 불황 속에서 증권사 수가 지속적으로 감소하고 있는 가운데 증권사의 대형화와 전문화가 본격화되었다. 대형 증권사는 M&A 및 자본확충으로 더욱 대형화되었고, 중소형 증권사는 특화된 경쟁력을 가진 증권사만 살아남고 있다.

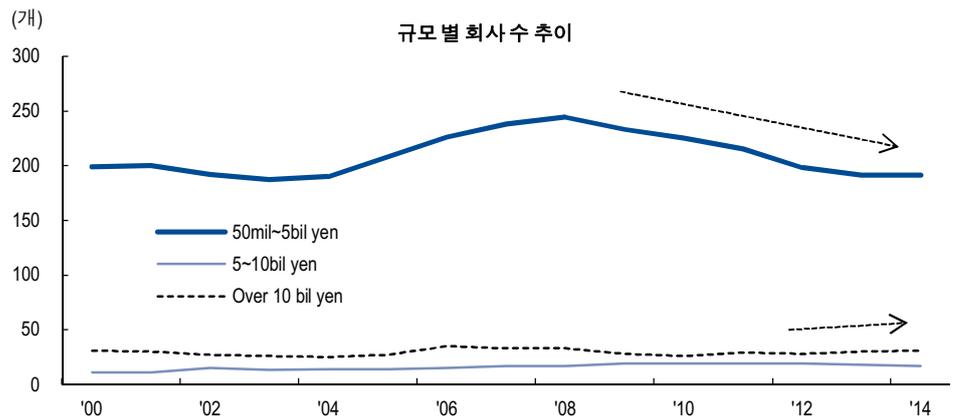
일본 증권사 수는 2008년 321개까지 증가하였으나 '14년에는 254개로 하락하였다. 그리고 자기자본 100억엔 이상의 증권사는 31개까지 증가하였으나 50억엔 미만의 증권사는 191개까지 감소하였다. 이러한 추세는 향후에도 지속될 것으로 예상된다.

**[그림 15] 일본 증권사 수 감소 지속**



자료: JSDA, NH투자증권 리서치센터

**[그림 16] 일본 증권사 양극화 진행 중. 자기자본 100억엔 이상 회사 수 증가, 50억엔 이하 수는 감소**



자료: JSDA, NH투자증권 리서치센터

### Ⅲ. 무료수수료 및 비대면채널 확대 영향 크지 않을 전망

#### 1. 각 증권사마다 무료수수료 및 비대면채널 경쟁이 확대되고 있는 상황

‘16년부터 무료  
수수료 경쟁 다시  
본격화

업황 불황 속에서 각 증권사간의 무료수수료 경쟁이 다시 재점화 되고 있다. 삼성증권과 미래에셋대우는 신규 고객 확보를 위하여 각각 비대면 계좌개설 고객에게 3년 수수료 무료 서비스를 2016년부터 시작하였고, KTB투자증권은 비대면 계좌개설 고객에게 10년 수수료 무료 서비스를 제공하고 있다.

#### 2. 무료수수료 및 비대면 채널 영향 크지 않음

증시 호황 시 아니면  
큰 영향 없을 전망

그러나 이러한 무료수수료 이벤트는 단발성 이벤트로 끝날 가능성이 높다. 이는 첫째 소비자의 가격민감도가 낮고, 둘째 심리학적인 ‘현상 유지 편향’ 때문이다.

현재 은행연계계좌 수수료는 1.5bp로 100만원 거래 시, 150원의 주식매매수수료가 발생한다. 개인 고객이 150원 수준의 비용 절감을 위하여 바쁜 시간을 쪼개어 기존 증권계좌를 폐쇄하고 신규 계좌를 개설해야 하는 불편을 감당하기에는 너무 낮은 기회비용이다.

또한, 사람은 ‘현상 유지 편향(status quo bias)’을 가지고 있기 때문이다. 이는 윌리엄 새뮤얼슨(William Samuelson)과 리처드 제크하우스(Richard Zeckhauser)가 1988년 ‘의사결정에서 현상 유지 편향’이라는 논문에서 처음 발표된 것으로, 주 내용은 사람은 기본적으로 현재의 상태에서 그대로 머물고자 하는 강한 바람을 가지고 있다는 것이다. 개인투자자들이 기존 HTS를 다른 회사 HTS로 잘 안 바꾸는 이유와 수수료가 더 높음에도 기존의 오프라인 주식매매 고객이 오프라인 주식매매만을 고집하는 이유이다. 이러한 현상은 증권뿐만 아니라 은행 등 금융권 전반에 걸쳐서 나타나고 있다.

무료수수료 서비스  
도입에도 브로커리지  
시장점유율 큰 변화  
없음

실제로 2016년부터 각 회사의 무료수수료 이벤트가 본격화되고 있으나, 브로커리지 시장점유율에 큰 변화는 없는 상황이다. 기존 고객의 이탈 및 신규 고객 유입이 예상보다 크지 않다는 방증이라고 판단한다.

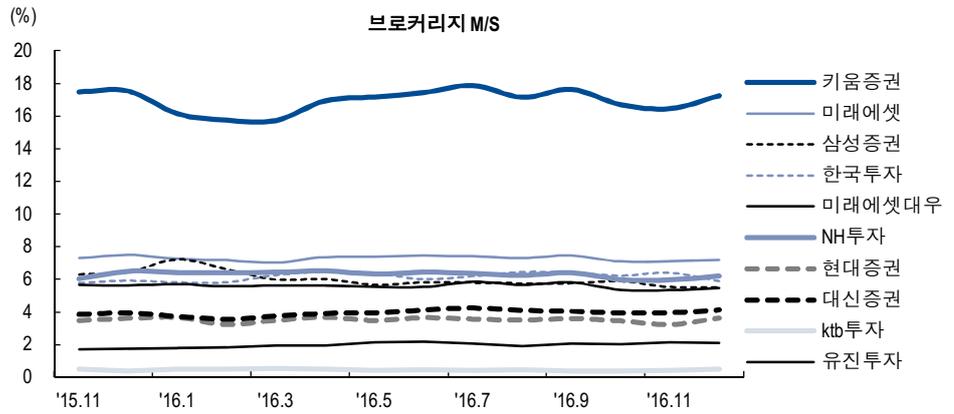
[표 7] 2016년부터 비대면 계좌 개설 조건과 함께 무료 수수료 경쟁 재개

(단위: 십억원)

회사명	날짜	내용
삼성증권	2016.2.18	3년 수수료 무료
KB 증권	2016.3.2	5년 수수료 무료 + 신용용자 15일 면제 이벤트(17.5.15일까지)
유진투자증권	2016.3.15	5년 수수료 무료 서비스 시작
미래에셋대우	2016.5.12	2020년까지 수수료 무료 + 1만원 상품권 제공
대신증권	2016.5.24	5년 수수료 무료
KTB 투자증권	2016.10.24	10년 수수료 무료 + 90일간 신용 및 대출금리 연 4.5%

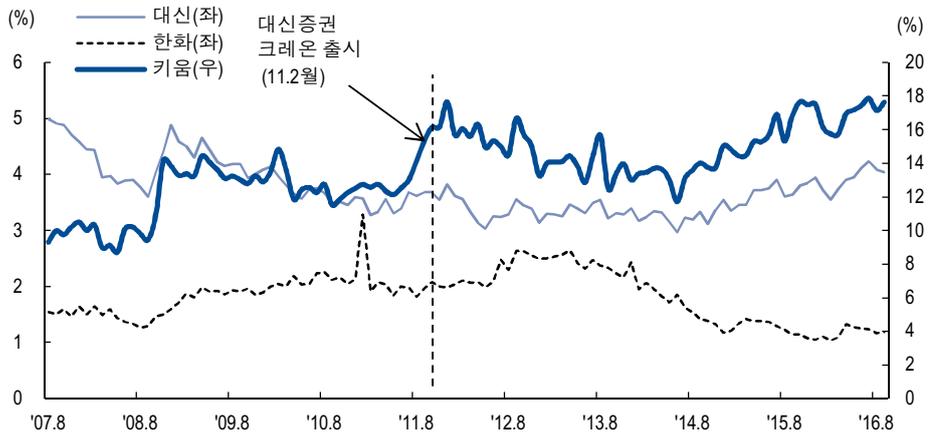
자료: 보도자료, NH투자증권 리서치센터

[그림 17] 2016년 무료수수료 서비스 개시에도 브로커리지 M/S 변화 없음



자료: NH투자증권 리서치센터

[그림 18] '11년에도 크레온 등 1.1bp 저가 수수료 론칭됐으나 브로커리지 시장점유율 큰 변화 없었음



자료: NH투자증권 리서치센터

## IV. 자기자본 4조원 이상의 증권사와 특화된 증권사 중심으로 추천

### 대형 증권사 시장지배력 확대됨에도 특화 증권사 수익성은 유지될 전망

#### 자기자본 4조원 이상 증권사와 전문화 특화 증권사가 유리할 전망

초대형 IB 육성방안 도입에 따른 신규 사업의 수익증가에는 다소 시간이 걸릴 것으로 예상된다. 대형 증권사는 자기자본이 증가한 만큼 ROE 회석을 방지하기 위하여 고군분투 할 것이다. 그리고 그 외 중소형 증권사는 자기자본 4조원 이상 증권사와의 경쟁에서 살아남기 위하여 특화된 경쟁력을 갖추려고 노력할 것이다.

결국, 2011년 이후와 비슷한 양상이 2017년 이후에도 이어질 것이다. 2011년 이후에도 프라임 브로커리지 및 기업신용공여 서비스 가 각각 허용되면서 증권사가 자기자본을 확충하였으나 신규 사업의 수익성은 예상보다 저조하였다. 각 증권사는 지점통합 및 희망퇴직 등 뼈를 깎는 노력으로 간신히 ROE를 유지해 왔다.

실제로 현대증권을 제외한 상위 4개사와 그 외 국내 증권사의 ROE 및 순익 성장률을 비교해보면, 업황 불황 속에서도 상위 4개 대형 증권사가 더 안정적이고 뛰어난 성장률을 보여주고 있다는 것을 알 수 있다. 현대증권을 제외한 것은 현대증권은 M&A 매각설로 타 대형 증권사와 달리 본연의 펀더멘털을 보여주지 못하였다고 판단하기 때문이다. 순익 성장률도 2015년 유동성 장세를 제외하고는 상위 4개사가 그 외 증권사보다 더 뛰어났다.

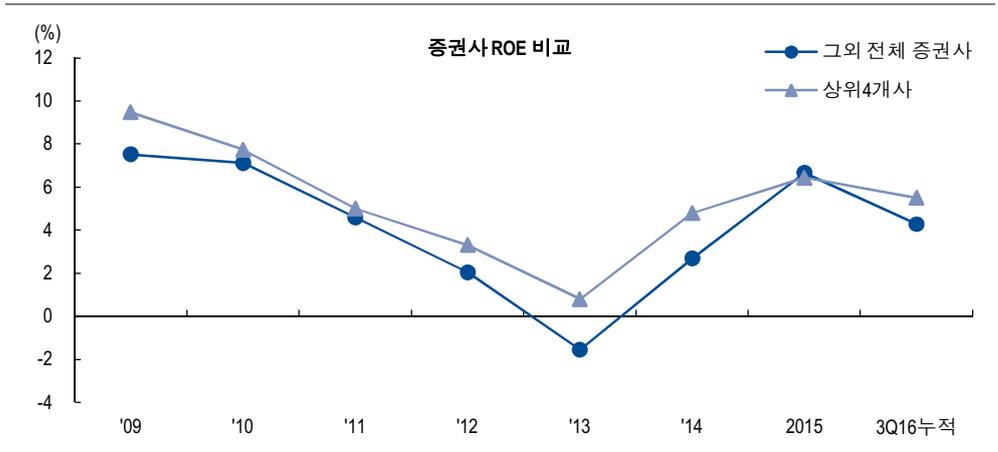
중소형 증권사는 그러한 대형 증권사와의 경쟁에서 살아남기 위하여 중소기업 중심의 IB업무, 대체투자, 해외 서비스 확대, 부동산미담확약 등 다양한 사업을 전개하면서 수익성을 개선하였다. 키움증권은 온라인 브로커리지의 시장점유율을 더욱 확대하였고, 메리츠증권은 타 증권사가 할 수 없는 고위험·고수익 부동산 PF 시장을 장악하면서 ROE를 개선시켰다. 그러므로 금년부터는 증시 활황에 따른 증권업 호황이 오거나 특별한 이벤트로 인한 종목별 저평가 기회가 오지 않는 한 자기자본 4조원 이상 증권사와 특화 증권사 중심으로 접근하는 것이 맞다고 판단한다.

[표 8] 중소형 증권사 특화 · 전문화 노력 지속

회사명	내용
유안타증권	아시아지역 네트워크 및 인프라를 활용한 해외주식 역량 강화
유진투자증권	해외 네트워크 확대 (베트남, 인도네시아, 태국, 중국 증권사와 MOU 확대), 해외시장에서 펀드 판매 확대
KTB 투자증권	대체투자 확대. 항공기 파이낸싱 등
교보증권	대체투자 확대. 항공기, 신재생 에너지 투자 확대
IBK 투자증권	중소기업특화 증권사 역량 확대. 코넥스, 스택 등 조기상장 유도하고 벤처·중소기업 투자 확대

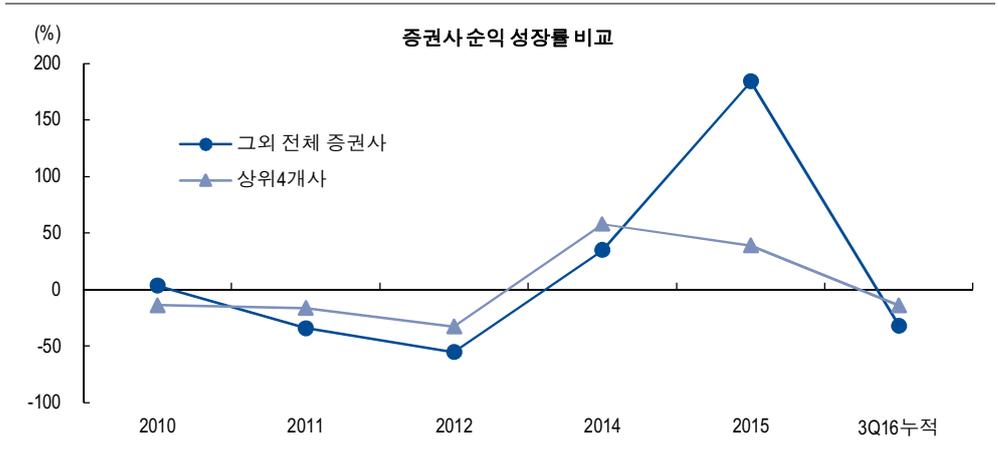
자료: 보도자료, NH투자증권 리서치센터

[그림 19] 2011년 자본확충 이후, 상위 4개사의 ROE가 그 외 증권사보다 높은 수준을 보여줌



자료: NH투자증권 리서치센터

[그림 20] 2015년을 제외하고 상위 4개 증권사의 순익 성장률이 그 외 증권사 합보다 더 뛰어남



자료: NH투자증권 리서치센터

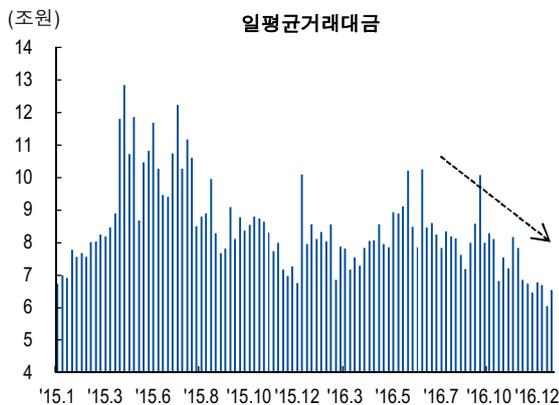
## V. 증시 상승 및 규제완화 기대감 지속

### 1. 4분기 실적 하락 추정

**시장금리 상승 우려와  
개인 투자심리  
위축으로 작년 하반기  
증권주 하락**

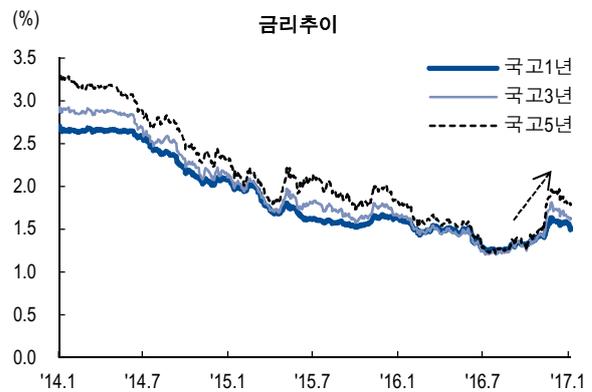
작년 하반기부터 증권주 하락세가 이어지고 있다. 이는 시장금리 인상 우려와 투자 위축에 따른 일평균거래대금 하락 때문이다. '16년 하반기부터 시장금리가 상승하면서 증권사의 채권평가손실이 발생하고 있으며, 일평균거래대금 하락으로 리테일 부문의 브로커리지 수익이 빠르게 하락하고 있다.

[그림 21] '16년 하반기부터 일평균거래대금 하락



자료:FnGuide, NH투자증권 리서치센터

[그림 22] '16년 하반기부터 시장금리 상승세 본격화



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

**커버리지 증권사  
4분기 순익은 전분기  
대비 47.9% 하락  
추정**

이러한 시장 상황으로 커버리지 증권 5개(미래에셋대우, 한국금융지주, 삼성증권, 키움증권, 대신증권)사의 4분기 순익은 전분기 대비 47.9% 하락할 것으로 추정한다. 삼성증권은 삼성바이오로직스 IPO 수수료와 자사주 처분손실에 따른 법인세 환급이 각각 30억원, 200억원 수준에 이르고, 한국금융지주는 해외 부동산 판매 및 바이오로직스 외 다양한 IB수익이 약 200억원 추가로 발생하면서 시장금리 상승에 따른 채권평가손실을 상쇄할 것이다. 다만, 미래에셋대우는 아큐시네트 처분익 약 350억원에도 불구하고 채권평가손실과 합병에 따른 일회성 비용 증가로 소폭의 적자를 기록할 가능성이 있다고 판단한다. 전년 동기 대비 증권사 순익이 큰 폭(+60.1% y-y)으로 증가하는 것은 각 증권사가 '15년 4분기에 '15년 호실적에 따른 성과급 지급과 선제적 부실채권 상각을 반영하였기 때문이다.

[표 9] 커버리지 증권사 4Q16 순익 추정 Table

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	Consensus	QoQ(%)	YoY(%)
미래에셋대우	14.1	53.4	44.0	51.8	-5.5	48.7	적전	적전
삼성증권	22.1	46.4	52.4	50.0	38.3	37.8	-23.4	+72.9
한국금융지주	-3.4	80.9	53.0	89.9	55.5	51.2	-38.3	흑전
키움증권	25.8	50.5	38.9	43.0	31.4	31.7	-26.9	+21.8
대신증권	18.4	17.2	26.7	19.4	12.8	21.0	-34.2	-30.5
커버리지 합계	77.0	248.3	215.1	254.1	132.4	190.4	-47.9	+71.9

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

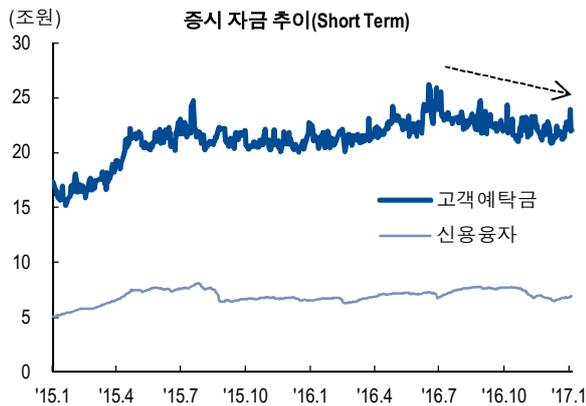
## 2. 당분간 실적 개선 쉽지 않을 전망

### 투자심리 위축 지속

시장금리 상승세는 다소 주춤할 수 있으나 국내 경기부진에 따른 투자심리 위축으로 자본시장으로의 자금유입은 쉽지 않을 전망이다. 개인투자 심리의 선행지표가 되는 고객예탁금과 신용융자 잔고도 작년 6월을 고점으로 점차 하락하고 있는 추세이다. 최근 1월부터 다시 증가하고 있으나 아직 본격적으로 증시 대기자금 유입을 논하기는 이르다고 판단한다. 자산관리의 주 수익원인 주식형 펀드 설정액은 2008년부터 지속적으로 하락하고 있다.

투자심리가 개선되기 위해서는 국내 경기 개선에 따른 개인 소득 증가와 부동산 매매 증가가 필수적인데 이미 가계부채는 1,300조원에 육박한 상황이다. 한국은행에 따르면 가계소득 및 근로소득 증가율도 2%까지 하락하면서 가계 여유통의 감소세가 이어지고 있는 상황이다.

[그림 23] '16년 하반기부터 증시 대기자금 하락 중



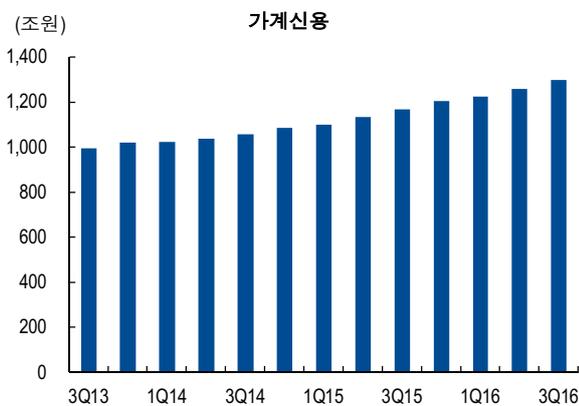
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

[그림 24] 주식형 펀드 잔고 하락세 지속



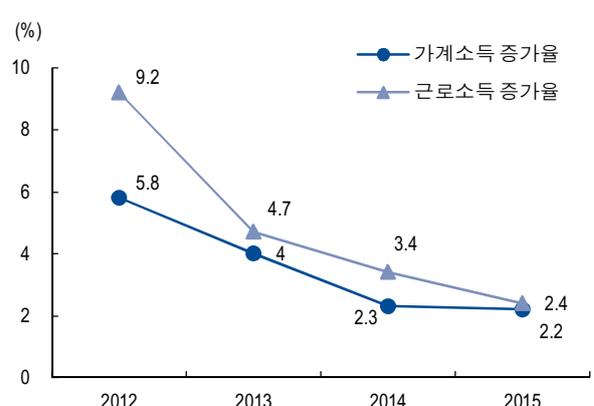
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

[그림 25] 가계부채 1,300 조원 육박



자료: 한국은행, NH투자증권 리서치센터

[그림 26] 가계 소득 증가를 빠르게 하락 중



자료: 한국은행, NH투자증권 리서치센터

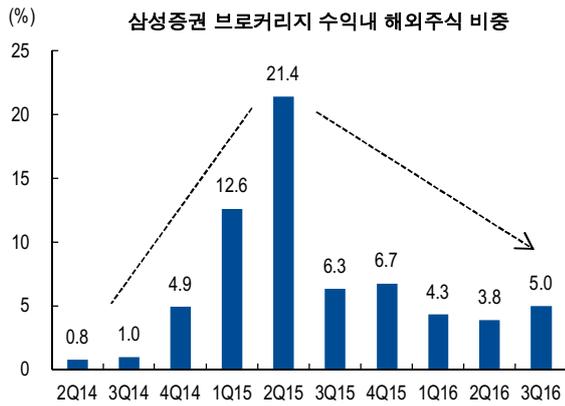
**해외주식 수익 기여도는 아직은 미미**

최근 국내 주식 수익률 부진으로 해외주식 매매가 증가하고 있으나 아직은 증권사 수익에 미치는 영향이 크지 않다. 해외주식 매매는 '14년 11월에 후강통이 개시된 후 '15년 상반기까지 빠르게 증가하였으나, 현재는 증권사 브로커리지 수익의 5% 미만에 머물러 있는 상황이다.

작년 12.5일부터 선강통이 개시되면서 해외주식 매매 증가를 기대하였으나 예상보다 거래대금은 저조한 상황이다. 선강통 개시 후, 국내 16개 증권사 한달 누적 거래대금은 612억원('16.12.5~17.1.6)으로 이는 '14년 후강통 개시 한달 누적 거래대금 3,126억원의 19.6% 수준이다.

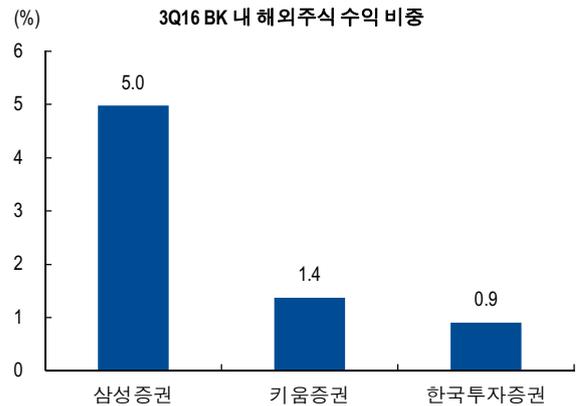
선강통 투자가 예상보다 저조한 것은 1) 중국 경제 성장 둔화 우려와 위안화 약세로 선강통 주식 매력이 하락한 상황이고 2) 이미 개인투자자들이 후강통을 통하여 해외 주식에 대한 위험성을 학습하였기 때문이다.

**[그림 27] 삼성증권, BK 수익 내 해외 주식 비중 5%로 하락**



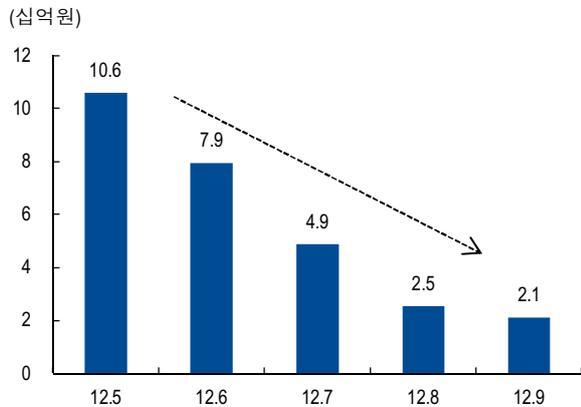
자료: 삼성증권, NH투자증권 리서치센터

**[그림 28] 해외주식 수익은 BK 내 대부분 5% 미만**



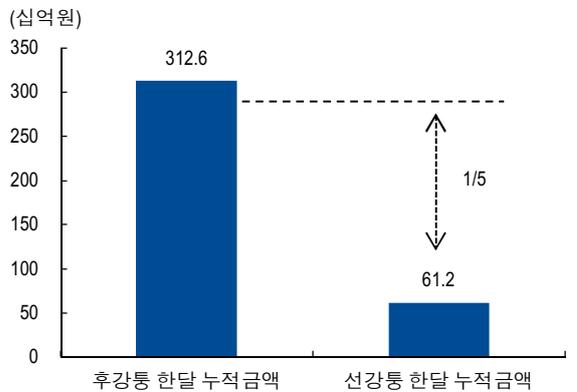
자료: 각 사, NH투자증권 리서치센터

**[그림 29] 선강통 주식매매 금액 빠르게 감소 중**



자료: 보도자료, NH투자증권 리서치센터

**[그림 30] 선강통 거래대금, 후강통 대비 큰 폭으로 하락**



자료: 보도자료, NH투자증권 리서치센터

### 3. 그러나 실적 우려는 이미 주가에 선반영됨. 선순환 및 규제완화 기대감 지속

#### 시장의 우려는 주가에 선반영됨

그러나 이러한 시장의 우려는 이미 주가에 선반영되어 있다고 판단한다. 지난 11월부터 본격화된 시장금리 상승으로 증권주가 큰 폭으로 하락하였으나, 12월 둘째주부터는 시장금리 상승 우려가 지속됨에도 오히려 증권주가 반등하고 있다. 당사 채권팀은 미 연준의 기준 금리 인상에도 국내 시장금리 상승 폭은 제한적일 것으로 전망하고 있다.

[그림 31] 금년 시장금리 상승에 대한 우려는 이미 증권주에 선반영 되었다고 판단됨

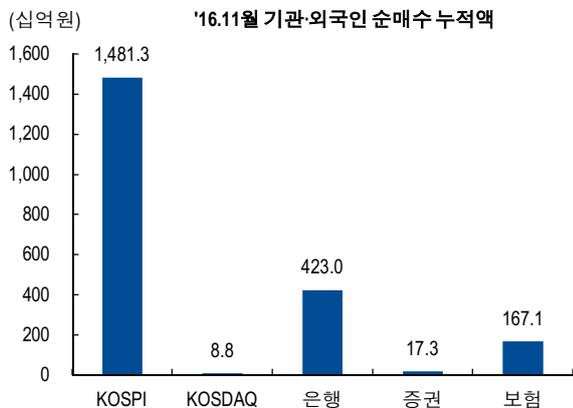


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

#### 상대적으로 수급이 비어있는 상황

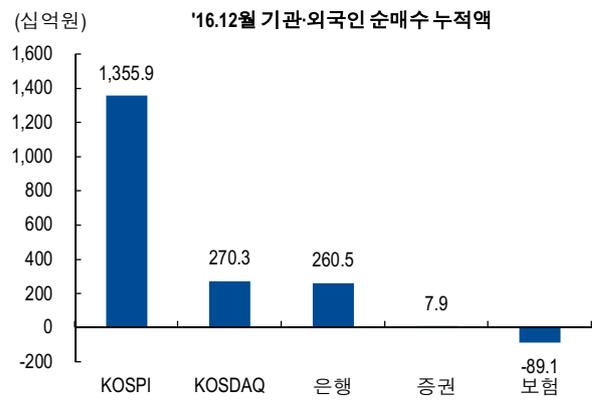
11월 시장금리 상승 추세에 발맞춰 금융업종 내 은행과 보험 중심으로 기관·외인의 매수세가 증가한 상황으로 증권업은 상대적으로 수급이 비어있다고 판단한다. 금융주 내의 선순환에 따른 증권주의 반등이 기대되는 이유이다.

[그림 32] 11월 은행·보험에 집중된 기관·외인 매수



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

[그림 33] 12월 은행에 집중된 기관·외인 매수



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

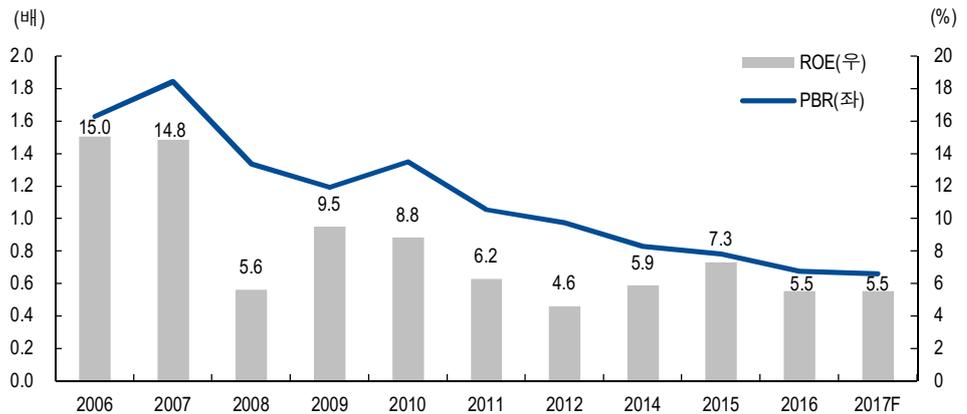
**밸류에이션 추가 하락  
가능성 낮음**

대형 증권사 6개사 기준으로 과거 증권업 PBR과 ROE를 비교해 보면 현 수준의 PBR 레벨이 역사적으로 높지 않은 수준임을 알 수 있다. 과거 증시 활황 및 업황 개선 기대감이 있을 시에는 PBR 프리미엄은 ROE 대비 50~100%까지 받았으나 이러한 상황을 제외하면 평균적으로 20%의 프리미엄을 받았고 현재는 20%보다 소폭 낮은 수준이다. 시장의 악재들이 이미 증권주에 반영된 상황임을 고려하면 현 수준에서의 추가하락 가능성은 크지 않을 것으로 전망한다.

증권주는 타 섹터와 다르게 관습적으로 PBR 프리미엄을 받으며, 이는 증시 상황에 따라서 높아지기도 하고 낮아지기도 한다. 다른 금융섹터와 달리 PBR 프리미엄을 받는 이유는 자본시장 성장에 대한 시장의 기대감이 증권주에 녹아있기 때문이라고 판단한다. 이는 해외 증권사도 마찬가지이다.

추가적인 밸류에이션 하락 가능성이 크지 않을 것으로 예상하는 또 다른 이유는 향후 일평균거래대금 하락 폭이 크지 않을 것이란 예상에 있다. 작년 하반기부터 고객예탁금이 하락세로 바뀌었으나 그럼에도 불구하고 예탁금 잔고는 여전히 22조원을 넘는 상황이다. 주식매매로 이어질 수 있는 대기자금은 여전히 풍부하다.

**[그림 34] 증권업종 PBR 밸류에이션 높지 않은 수준**



자료: NH투자증권 리서치센터

[그림 35] 현 상황에서 추가적인 일평균거래대금 하락 폭 크지 않을 전망



자료: NH투자증권 리서치센터

**규제완화 혼풍 지속**

증권섹터가 타 금융섹터보다 매력적인 점 중에 하나는 금융당국의 규제 방향성이 점진적으로 완화되고 있다는 점이다. 물론, 소비자 보호라는 측면에서는 지속적으로 규제가 강화되고 있으나 대형화·전문화 그리고 자본시장 활성화 방향으로는 완화되고 있다. 국내 자본시장 성장 및 은행 중심의 금융시장 개편이라는 측면에서 금융당국의 지속적인 규제완화 움직임은 향후에도 이어질 전망이다.

금융당국은 2013년 종합투자금융사업자를 도입하여 자기자본 3조원 증권사에게 기업 신용공여 업무 허용하고 사모펀드 투자 규제를 완화하였다. 이어 2016년에는 신NCR(순자본비율)제도를 도입하여 재무건전성 부담을 완화하였고, 2017년 4월에는 초대형 IB육성방안 시행이 예정되어 있다.

[표 10] 금융당국 주요 규제 완화 조치

연도	주요 발표	주 내용
2011년	자본시장법 시행령 개정	자기자본 3조원 이상 증권사 프라임 브로커리지 서비스 제공
2013년	종합투자금융사업자 도입	자기자본 3조원 이상 증권사 기업 신용공여 허용
2015년	금융투자업자 경쟁력 강화방안	증권사 헤지펀드 운용 허용
2016년	신NCR제도 도입 거래소 시간연장	규제완화를 통한 자본활용도 제고 주식시장 30분 연장
2017년	초대형 IB 육성방안 발표	자기자본 4조원 이상 증권사 발행어음 허용, 자기자본 8조원 이상 증권사 IMA허용

자료: NH투자증권 리서치센터

# 한국금융지주 (071050.KS)

## 불황 속에 보석처럼 빛나는 안정적 이익

2017년도 증권업황 개선은 쉽지 않을 전망. 최근 유상증자 우려 및 채권 운용 손실 우려로 주가 하락 폭 컸으나 유상증자 우려는 사라진 상황. 다양한 자회사를 기반으로 한 안정적 포트폴리오로 업황 불황에도 타 사보다 수익성은 높고, 변동성은 낮을 전망

Company Report | 2017. 1. 17

### 자회사 포트폴리오 다각화로 ROE 안정적

금년에도 경기부진이 이어질 것으로 예상되면서 증시 침체가 이어질 가능성이 높음. 당사는 과거부터 자회사의 포트폴리오 다각화로 대형 증권사 중에서 가장 높은 ROE를 유지하고 있음. 한국금융지주 ROE가 한국투자증권보다 ROE보다 높음 이유. 실제로 '15년 기준 한국금융지주 ROE는 10.8%, 한국투자증권 ROE는 7.8%. 16년 3분기 누적치는 금융지주 8.8%, 증권 7.1% 기록. 최근에는 자회사인 한국투자캐피탈의 ROE 개선세 부각. 한국투자캐피탈 성장으로 자회사 포트폴리오 다각화 더욱 탄탄해질 전망

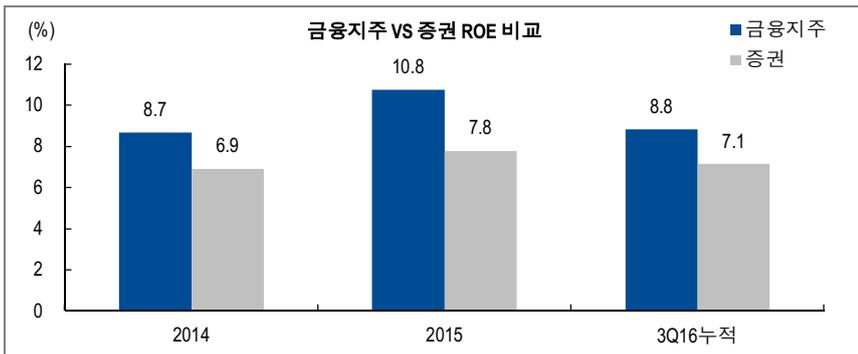
### 인터넷 전문은행으로 인한 ROE 희석효과는 크지 않음

작년 11월 카카오뱅크는 제2차 유상증자를 단행하였고 한국금융지주의 카카오뱅크 지분율은 54.0%에서 59.5%까지 증가한 상황. 카카오뱅크가 16년 3분기까지 93억원 적자를 기록해 한국금융지주의 이익 안정성 훼손 우려되나 금년 1월 본인가를 신청한 상황이고 금년부터 영업개시 되면서 점차 적자 폭 축소될 것이며, 향후 은행법 개정안 및 특례법이 통과되면 현재 지분의 상당부분을 카카오에 넘길 계획

### 투자의견 Buy 및 목표주가 63,000원. Top Pick으로 커버리지 개시

목표주가는 17년 예상 BPS 61,918원에 Target PBR 1.02배를 적용하여 산출. Target PBR은 이룬 PBR 0.8배에 30% 프리미엄 부여한 것. 자기자본 4조원 이상 대형 증권사로 향후 시장지배력 커지고, 자회사의 포트폴리오로 안정적인 이익이 지속된다고 판단하기 때문

### 자회사 포트폴리오 다각화로 한국금융지주 ROE가 한국투자증권보다 높음



자료: NH투자증권 리서치센터

## Buy (신규)

목표주가 63,000원 (신규)

현재가 ('17/1/13) 45,350원

업종	증권업
KOSPI / KOSDAQ	2,076.79 / 634.68
시가총액(보통주)	2,527.2십억원
발행주식수(보통주)	55.7백만주
52주 최고가 ('16/02/01)	47,450원
최저가 ('16/02/12)	39,000원
평균거래대금(60일)	4,541백만원
배당수익률(2016E)	2.39%
외국인지분율	41.4%

주요주주	
김남구 외 11 인	22.6%
국민연금	9.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	13.2	2.0	-2.5
상대수익률 (%)	9.9	-1.5	-10.0

	2015	2016E	2017F	2018F
순영업수익	1,002	989	1,063	1,068
증감률	16.1	-1.3	7.4	0.5
영업이익	385	380	449	455
증감률	17.6	-1.3	18.3	1.3
(지배지분)순이익	324	279	277	305
EPS	6,150	5,202	5,246	5,776
증감률	35.6	-15.4	0.8	10.1
PER	8.1	8.7	8.6	7.9
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7
ROA	1.1	0.8	0.7	0.7
ROE	10.8	8.5	7.9	8.2
DPS	1,000	900	900	950
배당성향	18.1	19.0	19.0	19.0

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 원재웅  
02)768-7606, jaewoong.won@nhq.com

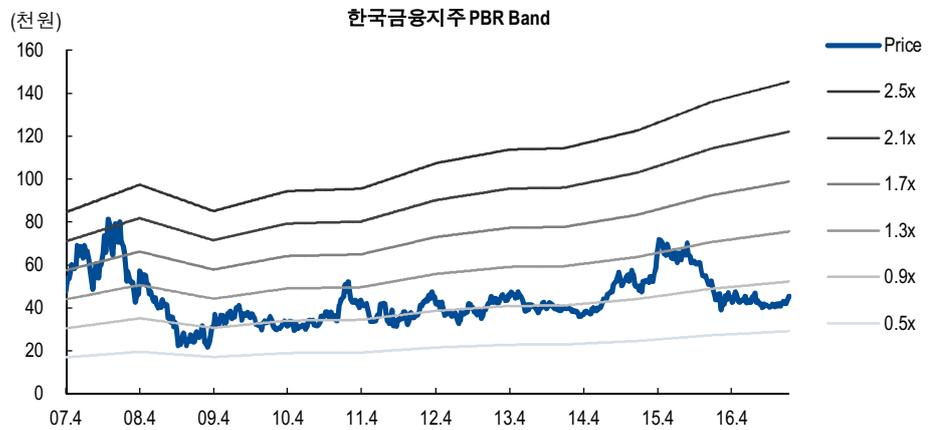
[표 11] 한국금융지주 목표주가 산정 Table

(단위: %,배,원)

	내용
Sustainable Roe	8.1
Growth	1.0
Cost of Equity	10.0
Market Premium	6.0
이론 PBR(x)	0.8
PBR Premium	30%
Target PBR	1.02
2017F BPS	61,918
Target Price	63,000

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

[그림 36] 한국금융지주 PBR 밴드



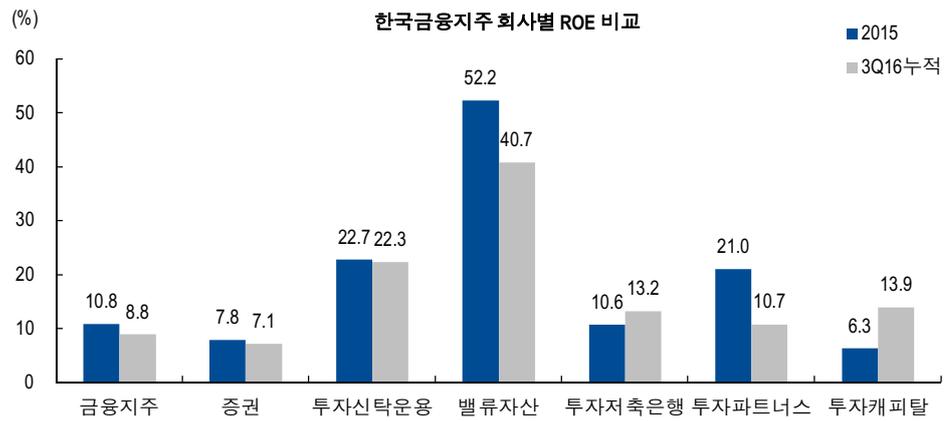
자료: NH투자증권 리서치센터

[그림 37] 한국금융지주는 다양한 자회사를 통하여 안정적인 수익을 창출하고 있음



자료: NH투자증권 리서치센터

[그림 38] 타 금융 계열사가 증권 자회사보다 높은 수익성을 보여주고 있음



자료: NH투자증권 리서치센터

[표 12] 한국투자증권 실적 전망

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016E	2017F	2018F
순영업수익	720	795	723	775	782
수수료순익	361	448	461	497	504
수탁수수료	233	298	254	237	238
IB 수익	66	76	105	103	105
자산관리	83	101	115	148	151
기타	42	57	79	86	87
수수료비용	63	85	92	77	77
상품관련순익	-7	-115	-47	-151	-178
이자순익	297	367	349	410	430
외환관련순익	22	7	-62	25	34
기타순익	47	88	22	-7	-7
판매관리비	423	481	446	427	426
영업이익	296	314	277	348	356
영업외순익	-15	3	1	-13	-8
세전이익	281	318	279	335	347
법인세비용	61	62	56	81	84
당기순이익	220	256	222	254	263
지배주주기준	220	256	222	254	263

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

[표 13] 한국금융지주 분기 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
순영업수익	242	233	267	247	266	261	268	268
영업이익	90	76	115	99	113	108	114	114
세전이익	105	73	116	73	87	88	95	95
(지배지분)순이익	81	53	90	55	66	67	72	72

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

한국투자증권

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금 및 예치금	5,409	7,038	8,112	8,239
유가증권	2,925	5,439	5,756	5,939
대출채권	1,755	2,387	2,873	2,964
유형자산	259	245	262	272
기타자산	18,131	20,182	20,037	19,321
자산총계	28,480	35,292	37,040	36,736
예수부채	3,479	4,637	6,061	6,195
차입부채	20,183	23,323	25,419	26,421
기타부채	1,523	3,285	1,513	72
부채총계	25,185	31,245	32,993	32,688
자본금	176	176	176	176
자본잉여금	1,361	3,053	3,053	3,053
자본조정	3	5	5	5
기타포괄손익누계액	126	119	119	120
이익잉여금	1,632	695	695	695
자본총계	3,295	4,047	4,047	4,048

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12	2016/12E	2017/12F	2018/12F
순영업수익	795	723	775	782
순수수료수익	448	461	497	504
수탁수수료	298	254	237	238
IB관련수익	76	105	103	105
자산관리수익	101	115	148	151
기타	57	79	86	87
수수료비용	85	92	77	77
상품관련손익	-115	-47	-151	-178
이자손익	367	349	410	430
기타손익	88	22	-7	-7
판매관리비	481	446	427	426
영업이익	314	277	348	356
영업외손익	3	1	-13	-8
세전이익	318	279	335	347
법인세비용	62	56	81	84
당기순이익	256	222	254	263

한국금융지주

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금 및 예치금	5,856	7,768	9,264	9,562
유가증권	20,269	23,050	24,458	25,127
대출채권	4,066	6,041	6,747	6,902
유형자산	357	340	364	378
기타자산	973	1,712	1,291	1,343
자산총계	31,521	38,910	42,123	43,312
예수부채	4,742	6,282	7,589	7,828
차입부채	13,237	17,624	18,455	19,085
기타부채	10,371	11,622	12,463	12,578
부채총계	28,350	35,528	38,507	39,490
자본총계 (지배주주)	3,170	3,375	3,609	3,814

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12	2016/12E	2017/12F	2018/12F
순영업수익	1,002	989	1,063	1,068
순수수료수익	597	621	685	694
순이자수익	466	491	560	586
순상품운용수익	-56	-9	-190	-224
기타수익	-5	-113	8	11
판매관리비	618	610	614	613
영업이익	385	380	449	455
영업외손익	33	-13	-84	-53
세전이익	417	366	365	402
법인세비용	93	92	88	97
순이익(지배주주)	324	279	277	305

Valuation				
(%)	2015/12	2016/12E	2017/12F	2018/12F
EPS증가율	35.6	-15.4	0.8	10.1
BPS증가율	10.9	6.7	6.9	5.7
영업이익증가율	6.1	-11.8	25.3	2.3
자기자본증가율	3.3	22.8	0.0	0.0
자기자본이익률(ROE)	10.8	8.5	7.9	8.2
총자산이익률(ROA)	1.1	0.8	0.7	0.7

Valuation				
	2015/12	2016/12E	2017/12F	2018/12F
EPS(원)	6,150	5,202	5,246	5,776
BPS(원)	54,298	57,918	61,918	65,438
PBR(배)	0.9	0.8	0.7	0.7
PER(배)	8.1	8.7	8.6	7.9
DPS(원)	1,000	900	900	950
배당성향(%)	18.1	19.0	19.0	19.0

주: K-IFRS 연결 기준임. 과거 결산기 주가지표는 해당 결산기말 종가 기준임  
 자료: 한국금융지주, NH투자증권 리서치센터 전망

# 삼성증권 (016360.KS)

## 발행어음 업무로 자산관리 강자 다시 도전

Company Report | 2017. 1. 17

작년에 삼성증권 주가가 약했던 것은 미래에셋대우 탄생으로 인한 증권업 1등 프리미엄의 반납과 삼성그룹 내 매각 우려 때문. 하지만 지난 11월 삼성생명이 삼성증권 지분을 30%까지 확대하면서 삼성그룹 내 자회사로 남아있을 가능성이 커짐. 매각 이슈가 사라지면서 금년에는 증권업 자산관리 강자로 재도약하기 위한 노력이 지속될 전망

### 삼성증권 매각 이슈 사라짐

그 동안 논란이 되었던 삼성증권 매각이슈는 당분간 수면 아래로 사라질 전망. 작년 8월 삼성생명이 삼성화재가 보유중인 증권 지분 8.02%를 매입하면서 삼성생명의 삼성증권 지분율이 19.16%로 증가한 데 이어, 작년 11월에는 증권이 보유한 자사주 10.94%를 전량 매입해 삼성생명의 지분율이 30.1%까지 증가하였기 때문. 이러한 생명의 지분확대는 오히려 매각보다는 삼성 금융지주회사 탄생과 계열사 간 시너지 확대 기대감을 증가시킴

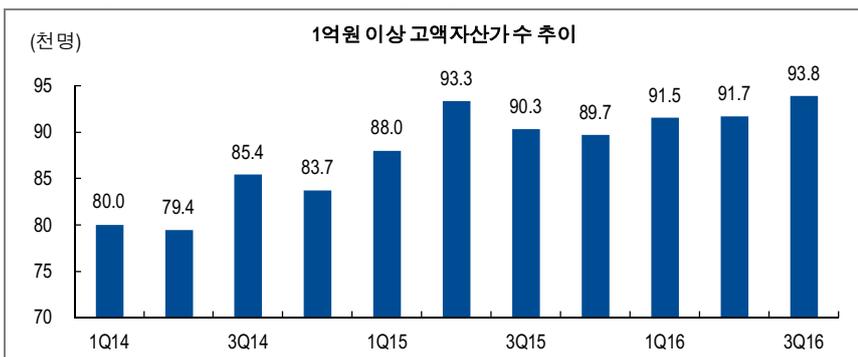
### 향후 초대형 IB 도전을 위한 공격적인 행보 기대됨

예상과 다르게 유상증자를 빠른 시일 내에 발행한 이유는 초대형 IB 경쟁에서 뒤처지지 않으려는 동사의 의지라고 판단됨. 이러한 발 빠른 행보는 매각 이슈가 내부적으로도 정리되었기에 가능했다고 추정. 삼성증권은 그룹 계열사를 가지고 있고, 미래에셋대우를 제외하고 고액자산가를 가장 많이 보유하고 있어 발행어음 업무를 타사보다 유리하게 시작하게 됨

### 투자 의견 Buy 및 목표주가 42,000원으로 커버리지 개선

목표주가는 17년 예상 BPS 49,599원에 Target PBR 0.8배를 적용하여 산출. Target PBR은 이론 PBR 0.7배에 40% 프리미엄 반영한 것. 프리미엄을 반영한 것은 여전히 삼성증권의 브랜드 파워 유효하고 향후 기업대출 측면에서 계열사간의 시너지가 증가할 가능성이 있다고 판단하기 때문

### 1억 원 이상 고액 자산가 수 지속적으로 증가 중



자료: NH투자증권 리서치센터

## Buy (신규)

목표주가	42,000원 (신규)
현재가 ('17/01/13)	33,200원
업종	증권
KOSPI / KOSDAQ	2,076.79 / 634.68
시가총액(보통주)	2,537.6십억원
발행주식수(보통주)	76.4백만주
52주 최고가 ('16/03/07)	42,050원
최저가 ('17/01/02)	31,450원
평균거래대금(60일)	7,591백만원
배당수익률(2016E)	3.15%
외국인지분율	20.3%
주요주주	
삼성생명보험 외 3인	30.4%
국민연금	8.2%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-3.9 -8.8 -14.9
상대수익률 (%)	-6.7 -11.9 -21.5

	2015	2016E	2017F	2018F
순영업수익	996	813	939	1,000
증감률	24.4	-18.4	15.5	6.5
영업이익	377	238	378	429
증감률	109.4	-36.7	58.6	13.5
(지배지분)순이익	275	187	258	293
EPS	3,861	2,447	2,893	3,282
증감률	21.5	-36.6	18.2	13.4
PER	10.8	13.0	11.5	10.1
PBR	0.9	0.6	0.7	0.7
ROA	1.0	0.6	0.8	0.8
ROE	7.9	5.0	6.2	6.6
DPS	1,000	600	700	800
배당성향	25.5	25.0	25.0	25.0

단위: 십억원, %, 원, 배  
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 원재웅  
 02)768-7606, jaewoong.won@nhqv.com

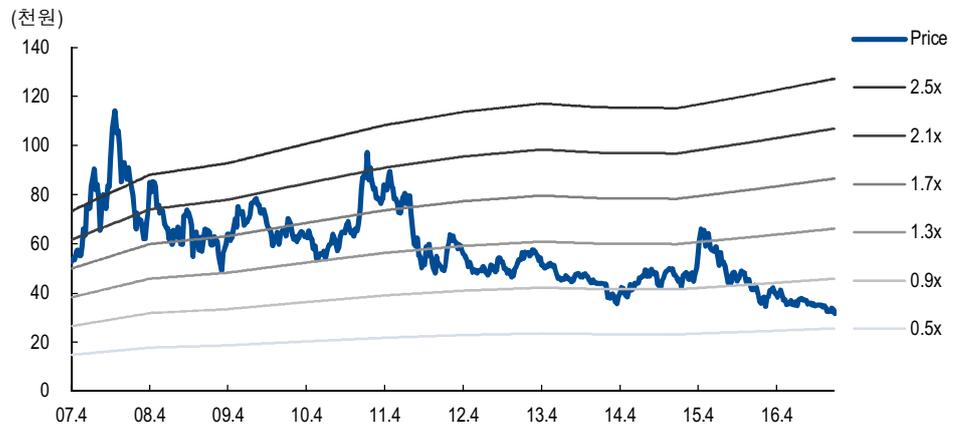
[표 14] 삼성증권 목표주가 산정 Table

(단위: 원,배,%)

	내용
Sustainable Roe	6.4
Growth	1.0
Cost of Equity	10.0
Market Premium	6.0
이론 PBR(x)	0.67
PBR Premium	40%
Target PBR	0.85
2017F BPS	49,599
Target Price	42,000

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

[그림 39] 삼성증권 PBR 밴드



자료: NH투자증권 리서치센터

[표 15] 삼성증권 자기자본 증가 현황

(단위: 십억원)

날짜	자기자본	비고
2017년	4,120	향후 자기자본
16.12.20 일	354	유상증자
16.11.11 일	290	자사주 매각
16.9월	3,476	기존 자기자본

자료: 보도자료, NH투자증권 리서치센터

[표 16] 삼성증권 실적 전망

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016E	2017F	2018F
순영업수익	801	996	813	939	1,000
수수료순익	485	540	456	480	487
수탁수수료	314	444	340	343	347
IB 수익	27	32	24	38	39
자산관리	134	101	117	120	122
기타	43	60	66	68	69
수수료비용	70	97	90	89	90
상품관련순익	-26	-67	7	14	17
이자순익	341	421	426	470	522
외환관련순익					
기타순익	39	102	-77	-25	-25
판매관리비	621	619	575	561	571
영업이익	180	377	238	378	429
영업외손익	-5	-5	0	1	1
세전이익	175	371	239	379	430
법인세비용	39	90	47	92	104
당기순이익	237	281	191	287	326
지배주주기준	229	275	187	258	293

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

[표 17] 삼성증권 분기 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
순영업수익	206	220	205	182	231	232	234	242
영업이익	62	68	65	43	91	92	94	102
세전이익	61	69	66	43	91	92	94	102
(지배지분)순이익	46	52	50	38	62	63	64	69

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015	2016E	2017F	2018F
순수수료수익	540	456	480	487
위탁매매	444	340	343	347
IB관련수수료	32	24	38	39
자산관리수익	101	117	120	122
기타	60	66	68	69
수수료비용	97	90	89	90
상품관련손익	-67	7	14	17
이자손익	421	426	470	522
외환거래손익	0	0	0	0
기타손익	102	-77	-25	-25
판매관리비	619	575	561	571
<b>영업이익</b>	<b>377</b>	<b>238</b>	<b>378</b>	<b>429</b>
영업외손익	-5	0	1	1
세전이익	371	239	379	430
법인세비용	90	47	92	104
<b>당기순이익(지배주주)</b>	<b>275</b>	<b>187</b>	<b>258</b>	<b>293</b>

Valuation / Stability				
	2015	2016E	2017F	2018F
<b>투자지표</b>				
EPS (원)	3,861	2,447	2,893	3,282
BPS (원)	48,339	50,872	49,599	49,113
DPS (원)	1,000	600	700	800
PBR (배)	0.9	0.6	0.7	0.7
PER (배)	10.8	13.0	11.5	10.1
배당성장률(%)	25.5	25.0	25.0	25.0
<b>성장성</b>				
EPS증가율(%)	21.5	(36.6)	18.2	13.4
BPS증가율(%)	5.0	5.2	(2.5)	(1.0)
총자산증가율(%)	20.3	12.4	15.3	7.4
<b>안정성</b>				
재무레버리지(%)	879.6	895.7	907.0	983.4
유보율(%)	835.6	853.4	839.2	823.2

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015	2016E	2017F	2018F
현금 및 예치금	3,285	4,161	5,467	5,549
유가증권	23,684	25,278	28,227	30,965
단기매매증권	16,951	16,772	19,253	21,124
매도가능증권	3,302	4,989	4,700	4,774
만기보유증권	0	0	0	0
지분법투자증권	12	12	12	12
기타유가증권	3,419	3,504	4,262	5,054
대출채권	2,156	2,966	3,727	3,841
유형자산	58	60	68	70
기타자산	1,812	2,363	2,684	2,707
<b>자산총계</b>	<b>30,994</b>	<b>34,828</b>	<b>40,174</b>	<b>43,132</b>
예수부채	4,522	4,864	5,902	6,051
차입부채	20,788	23,372	25,025	26,194
기타부채	2,161	2,704	4,817	6,501
<b>부채총계</b>	<b>27,471</b>	<b>30,940</b>	<b>35,744</b>	<b>38,746</b>
자본금	394	394	458	458
자본잉여금	1,508	1,508	1,798	1,798
자본조정	-330	0	0	0
기타포괄손익누계액	166	131	123	153
이익잉여금	1,785	1,855	2,049	1,976
<b>자본총계(지배주주)</b>	<b>3,524</b>	<b>3,888</b>	<b>4,429</b>	<b>4,386</b>

Efficiency / Profitability				
	2015	2016E	2017F	2018F
<b>수익성(%)</b>				
자기자본이익률(ROE)	7.9	5.0	6.2	6.6
총자산이익률(ROA)	1.0	0.6	0.8	0.8
영업이익/자산	1.2	0.7	0.9	1.0
판매비/자산	2.0	1.7	1.4	1.3
<b>효율성(%)</b>				
판관비용율	62.2	70.7	59.8	57.1
수수료수익/순영업수익	54.2	56.1	51.1	48.7
<b>수익분석</b>				
순영업수익 대비(%)				
수수료수익	44.5	41.8	36.5	34.7
IB수익	3.2	3.0	4.1	3.9
자산관리	10.1	14.4	12.8	12.2
<b>총자산 대비(%)</b>				
수수료수익	1.7	1.3	1.2	1.1
상품수지	(0.2)	0.0	0.0	0.0
이자손익	1.4	1.2	1.2	1.2
순영업수익	3.2	2.3	2.3	2.3

주: K-IFRS 연결 기준임. 과거 결산기 주가지표는 해당 결산기말 종가 기준임  
 자료: 삼성증권, NH투자증권 리서치센터 전망

# 키움증권 (039490.KS)

## ‘현상 유지 편향(Status quo bias)’의 최대 수혜주

키움증권의 기업가치는 시간이 지날수록 증가할 전망이다. 브로커리지 시장 점유율 지속적으로 증가하고, 채권보유 금액이 작아 타 증권사와 달리 시장금리 상승에도 채권평가손실 영향이 거의 없을 것이기 때문

### 무료수수료 서비스 무섭지 않음. 브로커리지 시장점유율 지속 예상

'16년부터 각 증권사가 무료수수료 서비스를 개시하고 있으나 키움증권의 브로커리지 시장점유율은 오히려 증가하고 있는 상황. 기존고객의 이탈이 없고, 비대면 계좌개설 서비스로 신규 고객이 지속적으로 유입되기 때문. 기존고객의 이탈이 크지 않은 것은 1.5bp 브로커리지 수수료율에 대한 고객의 가격민감도가 낮고, 개인의 ‘현상 유지 편향(Status quo bias)’으로 특별한 이변이 없는 한 기존 고객은 현재 사용하는 HTS를 바꾸지 않기 때문

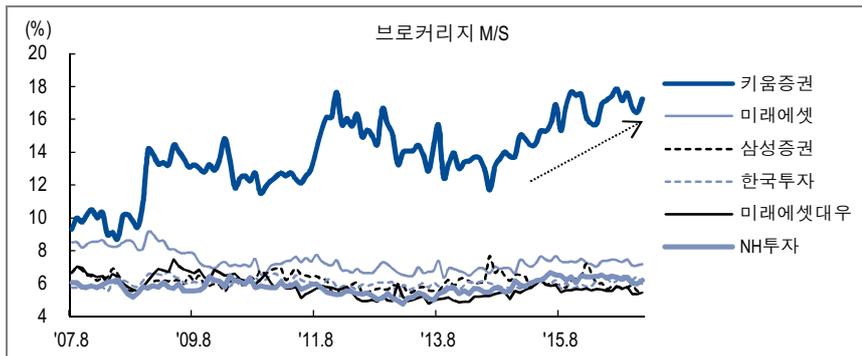
### 젊은 층 중심으로 주식투자인구 빠르게 증가. 키움증권에 유리

'15년부터 20대, 30대 젊은 층에서 주식투자인구가 빠르게 증가하고 있음. 저금리 기조가 이어지면서 은행예금 외에 새로운 투자수단을 찾기 위해 젊은 층의 자본시장 참여가 증가하기 때문. 젊은 층 신규가입자는 입소문·시장 브랜드 등을 고려하여 키움증권 계좌를 선호해왔음. 이러한 젊은 고객 유입은 동사의 성장 동력이 될 전망이다

### 투자의견 Buy 및 목표주가 97,000원. Top Pick으로 커버리지 개시

목표주가는 17년 예상 BPS 55,164원에 Target PBR 1.7배를 적용하여 산출. Target PBR은 이론 PBR 1.3배에 35% 프리미엄 반영한 것. 프리미엄은 키움증권의 압도적인 브로커리지 시장지배력이 향후에도 이어진다고 판단하기 때문. 금리 인상의 영향이 거의 없고, 업황 불황 속에서도 브로커리지에 특화된 경쟁력을 가지고 있어 향후에도 안정적인 수익 창출 가능할 전망이다. 지점이 없는 온라인 증권사로서 낮은 판관비도 긍정적

### 키움증권 브로커리지 시장점유율 니홀로 상승 중



자료: NH투자증권 리서치센터

## Buy (신규)

목표주가 97,000원 (신규)

현재가 ('17/01/13) 73,700원

업종	증권
KOSPI / KOSDAQ	2,076.79 / 634.68
시가총액(보통주)	1,628.8십억원
발행주식수(보통주)	22.1백만주
52주 최고가 ('16/08/12)	81,300원
최저가 ('16/01/21)	50,200원
평균거래대금(60일)	3,073백만원
배당수익률(2016E)	0.97%
외국인지분율	30.5%

주요주주	
다우기술 외 5 인	47.9%
Orbis Investment Management Limited 외 11 인	9.9%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	10.3	-1.3	25.3
상대수익률 (%)	7.1	-4.7	15.7

	2015	2016E	2017F	2018F
순영업수익	471	458	431	446
증감률	56.9	-2.8	-5.8	3.5
영업이익	246	211	194	205
증감률	145.0	-14.2	-7.9	5.6
(지배지분)순이익	190	164	151	159
EPS	8,585	7,409	6,831	7,209
증감률	151.0	-13.7	-7.8	5.5
PER	7.2	9.7	10.8	10.2
PBR	1.2	1.3	1.3	1.3
ROA	3.5	2.1	1.7	1.8
ROE	18.8	14.2	12.5	13.1
DPS	700	950	900	950
배당성향	8.2	13.0	13.0	13.0

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 원재웅  
02)768-7606, jaewoong.won@nhqv.com

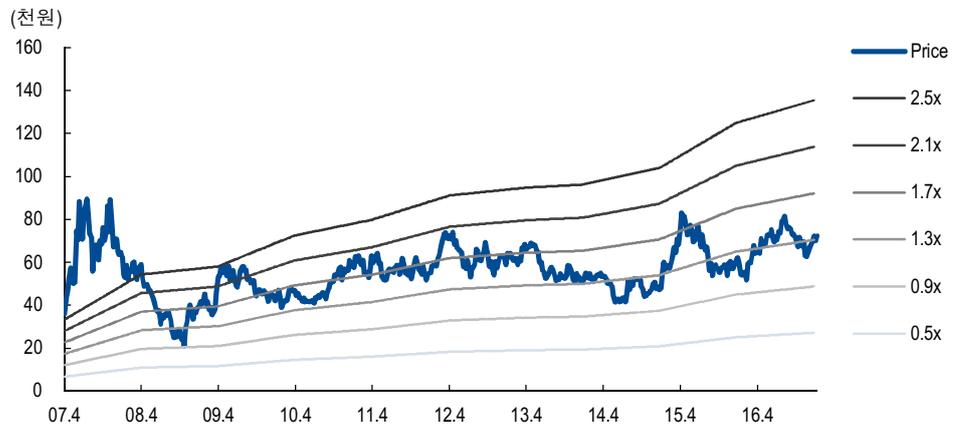
[표 18] 키움증권 목표주가 산정 Table

(단위: 원, 배, %)

	내용
Sustainable Roe	12.8
Growth	1.0
Cost of Equity	10.0
Market Premium	6.0
이론 PBR(x)	1.3
PBR Premium	35%
Target PBR	1.7
2017F BPS	55,164
Target Price	97,000

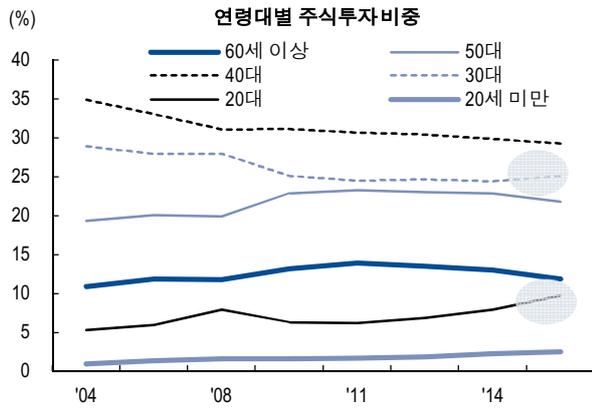
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

[그림 40] 키움증권 PBR 밴드



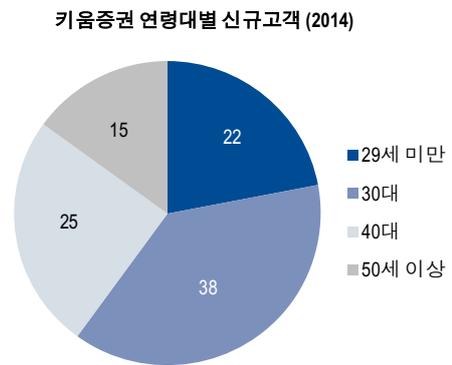
자료: NH투자증권

[그림41] 20대, 30대 주식투자인구 비중 빠르게 증가 중



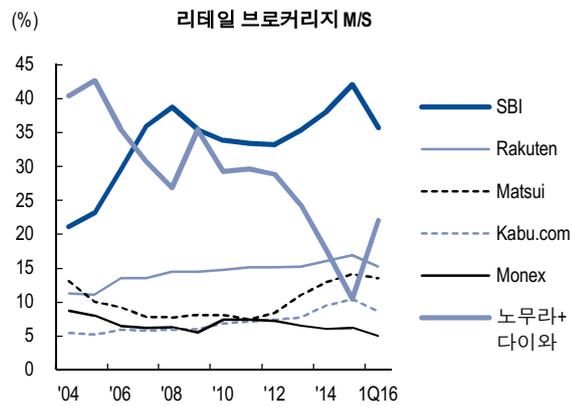
자료: NH투자증권 리서치센터

[그림42] 젊은 층은 키움증권 계좌 개설을 선호함



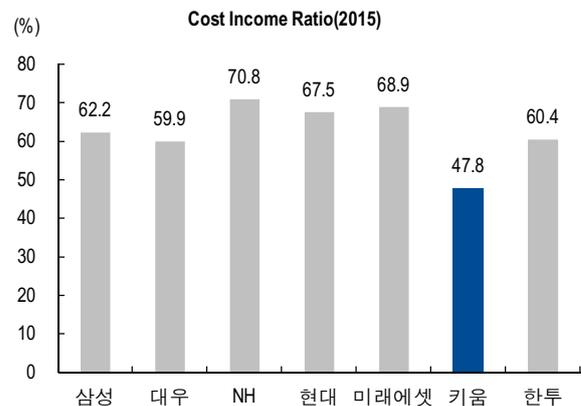
자료: NH투자증권 리서치센터

[그림43] 일본에서 1등 브로커리지 증권사 시장지배력 확대 중



자료: NH투자증권 리서치센터

[그림44] 온라인 증권사 비용 효율성 가장 뛰어남



자료: NH투자증권 리서치센터

[표 19] 키움증권 실적 전망

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016E	2017F	2018F
순영업수익	300	471	458	431	446
수수료순익	115	167	153	162	165
수탁수수료	123	186	175	188	192
IB 수익	14	21	18	17	18
자산관리	6	8	11	11	12
기타	9	11	16	16	16
수수료비용	36	60	66	70	72
상품관련순익	73	173	171	154	164
이자순익	106	121	132	140	141
외환관련순익	2	4	-2	-5	-5
기타순익	4	6	3	-19	-19
판매관리비	200	225	247	237	241
영업이익	100	246	211	194	205
영업외순익	-3	4	4	5	5
세전이익	98	250	215	200	211
법인세비용	22	60	51	48	51
당기순이익	76	190	164	151	160
지배주주기준	76	190	164	151	159

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

[표 20] 키움증권 분기 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
순영업수익	125	111	113	109	106	108	108	108
영업이익	69	47	54	40	47	49	49	49
세전이익	69	49	55	42	48	50	50	50
(지배지분)순이익	50	39	43	31	37	38	38	38

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015	2016E	2017F	2018F
순수수료수익	167	153	162	165
위탁매매	186	175	188	192
IB관련수수료	21	18	17	18
자산관리수익	8	11	11	12
기타	11	16	16	16
수수료비용	60	66	70	72
상품관련손익	173	171	154	164
이자손익	121	132	140	141
외환거래손익	4	-2	-5	-5
기타손익	6	3	-19	-19
판매관리비	225	247	237	241
<b>영업이익</b>	<b>246</b>	<b>211</b>	<b>194</b>	<b>205</b>
영업외손익	4	4	5	5
세전이익	250	215	200	211
법인세비용	60	51	48	51
<b>당기순이익(지배주주)</b>	<b>190</b>	<b>164</b>	<b>151</b>	<b>159</b>

Valuation / Stability				
	2015	2016E	2017F	2018F
<b>투자지표</b>				
EPS (원)	8,585	7,409	6,831	7,209
BPS (원)	49,913	54,470	55,164	55,168
DPS (원)	700	950	900	950
PBR (배)	1.2	1.3	1.3	1.3
PER (배)	7.2	9.7	10.8	10.2
배당성향(%)	8.2	13.0	13.0	13.0
<b>성장성</b>				
EPS증가율(%)	151.0	-13.7	-7.8	5.5
BPS증가율(%)	20.3	9.1	1.3	0.0
총자산증가율(%)	30.5	48.8	-5.2	5.4
<b>안정성</b>				
재무레버리지(%)	557.7	760.3	711.5	749.9
유보율(%)	908.2	1,023.9	1,023.9	1,023.9

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015	2016E	2017F	2018F
현금 및 예치금	325	431	351	357
유가증권	3,753	5,359	5,512	5,945
단기매매증권	3,555	5,093	5,224	5,648
매도가능증권	154	179	208	211
만기보유증권	0	0	0	0
지분법투자증권	44	72	45	45
기타유가증권	5	15	36	41
대출채권	1,485	1,795	1,682	1,747
유형자산	78	72	74	77
기타자산	511	1,494	1,055	1,017
<b>자산총계</b>	<b>6,152</b>	<b>9,152</b>	<b>8,674</b>	<b>9,142</b>
예수부채	3,307	4,183	4,197	4,308
차입부채	1,217	3,082	2,629	2,767
기타부채	431	671	627	846
<b>부채총계</b>	<b>5,042</b>	<b>7,936</b>	<b>7,453</b>	<b>7,921</b>
자본금	110	110	110	110
자본잉여금	188	190	190	190
자본조정	-21	-27	-27	-27
기타포괄손익누계액	10	1	7	7
이익잉여금	815	942	942	942
<b>자본총계(지배주주)</b>	<b>1,103</b>	<b>1,204</b>	<b>1,219</b>	<b>1,219</b>

Efficiency / Profitability				
	2015	2016E	2017F	2018F
<b>수익성(%)</b>				
자기자본이익률(ROE)	18.8	14.2	12.5	13.1
총자산이익률(ROA)	3.5	2.1	1.7	1.8
영업이익/자산	4.0	2.3	2.2	2.2
판매비/자산	3.7	2.7	2.7	2.6
<b>효율성(%)</b>				
판관비용율	47.8	53.9	55.0	54.0
수수료수익/순영업수익	35.4	33.5	37.6	37.0
<b>수익분석</b>				
순영업수익 대비(%)				
수수료수익	39.5	38.3	43.6	43.0
IB수익	4.6	3.9	4.0	3.9
자산관리	1.7	2.4	2.6	2.6
<b>총자산 대비(%)</b>				
수수료수익	2.7	1.7	1.9	1.8
상품수지	2.8	1.9	1.8	1.8
이자손익	2.0	1.4	1.6	1.5
순영업수익	7.6	5.0	5.0	4.9

주: K-IFRS 연결 기준임. 과거 결산기 주가지표는 해당 결산기말 종가 기준임  
 자료: 키움증권, NH투자증권 리서치센터 전망

# 미래에셋대우 (006800.KS)

## 유일무이 1등 증권사, 합병 과도기가 관건

Company Report | 2017. 1. 17

미래에셋증권과 미래에셋대우 간 합병으로 국내 자기자본 6.6조원의 대형 증권사가 탄생함. 2위권사와의 자기자본 격차가 커 당분간 이 지위는 유지될 전망. 다만, 합병에 따른 비용부담과 자기자본 8조원 수준으로 가기 위한 자본확충 우려가 있다는 점이 부담

### 국내 1등 증권사 지위 흔들리지 않을 전망

작년 12월 29일자로 자기자본 6.6조원의 국내 1위 대형 증권사가 탄생함. 지점수도 170개로 2위권 대비 2배 수준이 넘음. 국내 자본시장 발전을 위해서라도 글로벌 증권사와 경쟁할 수 있는 대형 증권사가 탄생한 것은 긍정적인 일이라고 판단됨. 타 2위권 증권사의 자기자본이 4조원이라는 점을 감안하면 당분간 국내 1위 증권사 프리미엄은 지속될 전망

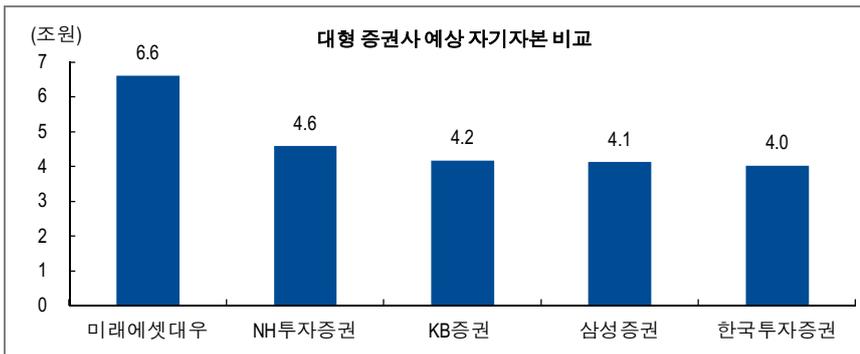
### 금년 합병 후유증 넘어서야 함

금년 새로운 합병 후유증이라는 새로운 도전에 직면. 1) 자본확충 우려 존재하고 2) 합병 후 자본증가에 따른 ROE 개선 필요함. 금융당국은 초대형 IB 육성방안을 발표하여 자기자본 4조원과 8조원 증권사에 추가적인 신규 업무(4조원은 발행어음, 8조원은 IMA)를 허용하기로 함. 2위권 증권사의 자기자본이 4조원대라는 점을 고려하면 자기자본 8조원을 기대할 수 있는 증권사는 국내 증권사 중 미래에셋대우 밖에 없음. 또한 합병 후 일시적으로 마케팅 및 전산비용과 같은 비용증가와 자본증가에 따른 ROE 희석 우려됨

### 투자의견 Buy 및 목표주가 11,000원으로 커버리지 개선

목표주가는 17년 예상 BPS 13,193원에 Target PBR 0.84배를 적용하여 산출. Target PBR은 이론 PBR 0.56배에 할증 50% 적용. 국내 NO.1 증권사로 1등 프리미엄 반영해야 한다고 판단하기 때문

### 자기자본 6.6 조원의 국내 최대 증권사 탄생



자료: NH투자증권 리서치센터

## Buy (신규)

목표주가	11,000원 (신규)
현재가 ('17/01/13)	8,570원
업종	증권
KOSPI / KOSDAQ	2,076.79 / 634.68
시가총액(보통주)	2,799.8십억원
발행주식수(보통주)	666.3백만주
52주 최고가 ('16/07/27)	9,120원
최저가 ('16/12/05)	6,680원
평균거래대금(60일)	11,392백만원
배당수익률(2016E)	4.56%
외국인지분율	9.6%
주요주주	
미래에셋캐피탈 외 20 인	19.0%
국민연금	7.6%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	9.2 3.6 3.5
상대수익률 (%p)	5.9 0.1 -4.5

	2015	2016E	2017F	2018F
순영업수익	1,005	789	1,336	1,430
증감률	25.8	-21.5	69.4	7.0
영업이익	403	170	486	563
증감률	48.9	-57.8	185.4	15.8
(지배지분)순이익	299	144	393	452
EPS	1,236	279	763	876
증감률	45.6	-77.4	173.5	14.9
PER	7.7	26.0	11.2	9.8
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6
ROA	0.9	0.3	0.7	1.1
ROE	7.0	2.6	5.8	6.3
DPS	330	50	150	150
배당성향	37.1	20.0	20.0	20.0

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 원재웅

02)768-7606, jaewoong.won@nhq.com

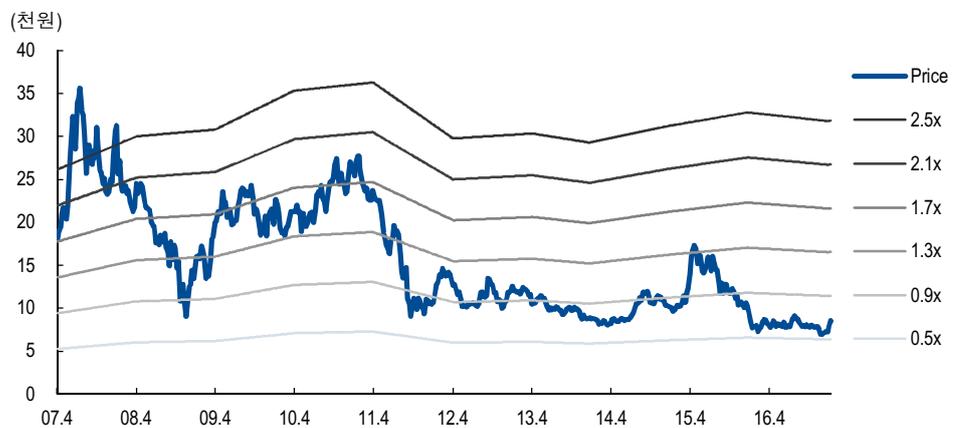
[표 21] 미래에셋대우 목표주가 산정 Table

(단위: 원,배,%)

	내용
Sustainable Roe	6.0
Growth	1.0
Cost of Equity	10.0
Market Premium	6.0
이론 PBR(x)	0.56
PBR Premium	50%
Target PBR	0.84
2017F BPS	13,193
Target Price	11,000

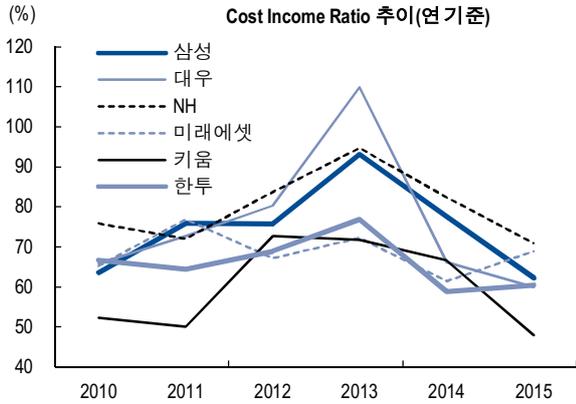
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

[그림 45] 미래에셋대우 PBR 밴드



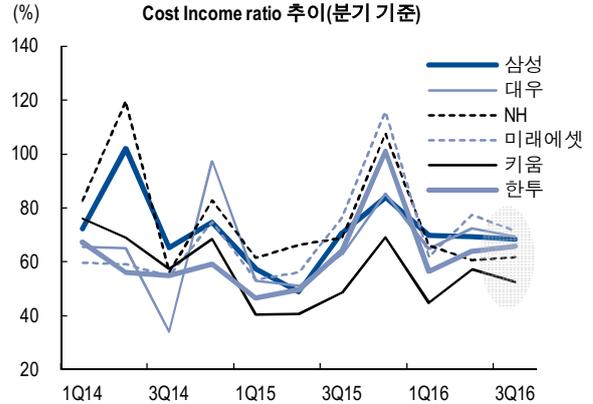
자료: NH투자증권

[그림46]미래에셋대우는 비용효율성이 높은 회사였으나...



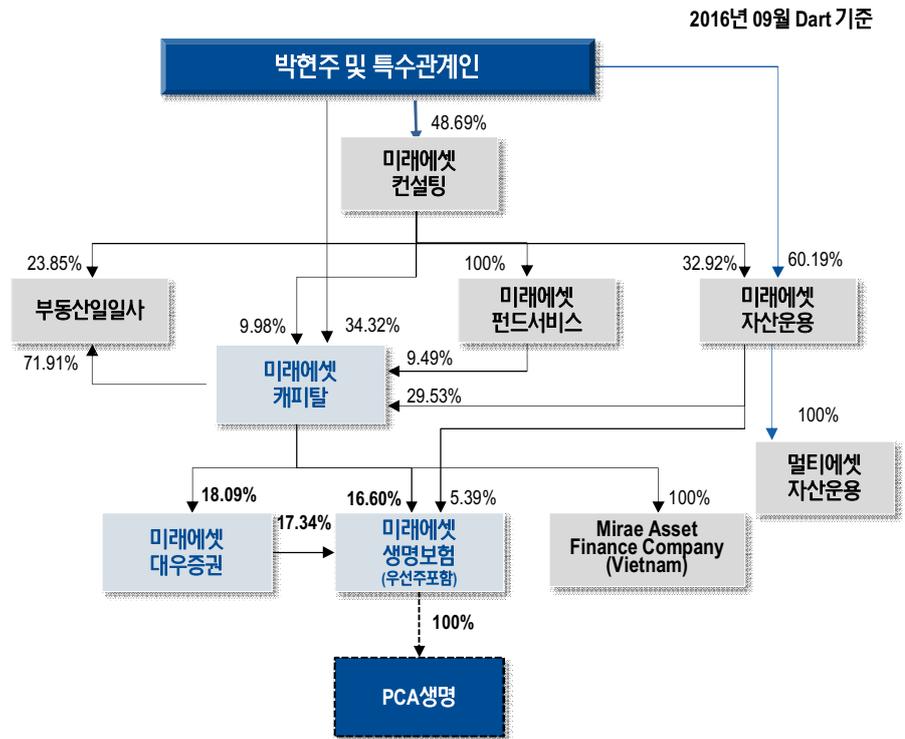
자료: NH투자증권 리서치센터

[그림47]최근 합병 과정 속에서 비용이 빠르게 증가하고 있음



자료: NH투자증권 리서치센터

[그림 48] 미래에셋대우금융그룹 지배구조



자료: 보도자료 및 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

[표 22] 미래에셋대우 실적 전망

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016E	2017F	2018F
순영업수익	799	1,005	789	1,336	1,430
수수료순익	341	497	487	682	690
수탁수수료	237	361	319	403	405
IB 수익	25	31	34	65	66
자산관리	65	73	94	181	185
기타	63	104	121	160	163
수수료비용	49	72	80	128	129
상품관련순익	149	11	-60	-116	-69
이자순익	237	397	450	749	788
외환관련순익	21	37	-147	-74	-76
기타순익	50	63	60	96	98
판매관리비	528	602	618	851	868
영업이익	271	403	170	486	563
영업외순익	3	-14	16	34	34
세전이익	274	389	186	520	597
법인세비용	68	90	43	126	144
당기순이익	206	299	144	394	453
지배주주기준	205	299	144	393	452

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준 / 합병 실적은 4Q16부터 반영

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

[표 23] 미래에셋대우 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
순영업수익	195	194	205	194	315	332	342	347
영업이익	69	54	63	-16	103	120	129	134
세전이익	73	54	67	-7	112	128	137	142
(지배지분)순이익	53	44	52	-6	85	97	104	108

주: 합병 실적은 4Q16부터 반영

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015	2016E	2017F	2018F
<b>순수수료수익</b>	<b>497</b>	<b>487</b>	<b>682</b>	<b>690</b>
위탁매매	361	319	403	405
IB관련수수료	31	34	65	66
자산관리수익	73	94	181	185
기타	104	121	160	163
수수료비용	72	80	128	129
상품관련손익	11	-60	-116	-69
이자손익	397	450	749	788
외환거래손익	37	-147	-74	-76
기타손익	63	60	96	98
판매관리비	602	618	851	868
<b>영업이익</b>	<b>403</b>	<b>170</b>	<b>486</b>	<b>563</b>
영업외손익	-14	16	34	34
세전이익	389	186	520	597
법인세비용	90	43	126	144
<b>당기순이익(지배주주)</b>	<b>299</b>	<b>144</b>	<b>393</b>	<b>452</b>

Valuation / Stability				
	2015	2016E	2017F	2018F
<b>투자지표</b>				
EPS (원)	1,236	279	763	876
BPS (원)	13,102	12,699	13,193	13,826
DPS (원)	330	50	150	150
PBR (배)	0.7	0.6	0.6	0.6
PER (배)	7.7	26.0	11.2	9.8
배당성향(%)	37.1	20.0	20.0	20.0
<b>성장성</b>				
EPS증가율(%)	45.6	-77.4	173.5	14.9
BPS증가율(%)	5.1	-3.1	3.9	4.8
총자산증가율(%)	13.8	90.9	-38.5	7.1
<b>안정성</b>				
재무레버리지(%)	794.5	991.8	587.2	599.9
유보율(%)	157.1	95.8	105.1	115.7

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015	2016E	2017F	2018F
현금 및 예치금	3,710	7,272	3,484	3,543
유가증권	21,583	49,220	30,642	33,350
단기매매증권	13,865	35,476	17,029	18,686
매도가능증권	7,686	7,852	9,332	9,495
만기보유증권	0	0	0	0
지분법투자증권	32	446	26	26
기타유가증권	4,007	5,445	4,255	5,142
대출채권	3,054	6,855	3,055	3,167
유형자산	249	333	256	267
기타자산	2,239	2,844	3,476	3,476
<b>자산총계</b>	<b>34,842</b>	<b>66,523</b>	<b>40,913</b>	<b>43,802</b>
예수부채	3,041	4,471	3,174	3,262
차입부채	12,532	44,131	15,793	16,047
기타부채	14,884	11,214	14,979	17,192
<b>부채총계</b>	<b>30,457</b>	<b>59,816</b>	<b>33,946</b>	<b>36,501</b>
자본금	1,704	3,402	3,402	3,402
자본잉여금	660	1,844	1,844	1,844
자본조정	-117	-50	-50	-50
기타포괄손익누계액	122	95	41	14
이익잉여금	2,016	1,415	1,730	2,092
<b>자본총계(지배주주)</b>	<b>4,385</b>	<b>6,707</b>	<b>6,968</b>	<b>7,302</b>

Efficiency / Profitability				
	2015	2016E	2017F	2018F
<b>수익성(%)</b>				
자기자본이익률(ROE)	7.0	2.6	5.8	6.3
총자산이익률(ROA)	0.9	0.3	0.7	1.1
영업이익/자산	1.2	0.3	1.2	1.3
판매비/자산	1.7	0.9	2.1	2.0
<b>효율성(%)</b>				
판매비용율	59.9	78.4	63.6	60.7
수수료수익/순영업수익	49.5	61.7	51.0	48.3
<b>수익분석</b>				
순영업수익 대비(%)				
수수료수익	35.9	40.4	30.2	28.3
IB수익	35.9	40.4	30.2	28.3
자산관리	3.1	4.3	4.9	4.6
<b>총자산 대비(%)</b>				
수수료수익	1.4	0.7	1.7	1.6
상품수지	0.0	-0.1	-0.3	-0.2
이자손익	1.1	0.7	1.8	1.8
순영업수익	2.9	1.2	3.3	3.3

주: K-IFRS 연결 기준임. 과거 결산기 추가지표는 해당 결산기말 종가 기준임 / '16E 자기자본은 '16.12.30 일자 Dart 합병 전·후 요약재무제표 반영  
 자료: 미래에셋대우, NH투자증권 리서치센터 전망

# 대신증권 (003540.KS)

## 종합금융그룹으로의 도약을 꿈꾼다

국내 증권업이 양극화되어 가는 가운데 대신증권은 다양한 자회사를 보유한 이점을 활용하여 타 사보다 상대적으로 안정적 이익을 확보할 수 있을 것으로 판단. 다만, 아쉬운 것은 본업인 증권사가 아직 과거의 체력과 명성을 회복하지 못하고 있다는 점

Company Report | 2017. 1. 17

### 자회사 다각화로 이익 안정성이 개선되고 있는 중

최근 몇 년 사이 대신증권은 공격적인 M&A를 추구하면서 이익의 안정성을 개선시키고 있음. '11년에는 중앙부산·부산2·도민저축은행을 인수하였고, '12년에는 창투자자문을 인수하였으며 '14년에는 우리F&I 인수에 성공. 대신 F&I는 은행계열과의 분리로 수익성 하락이 우려되었으나 예상과 달리 그러한 우려는 전혀 발생하지 않았고, 대신저축은행도 2014년에는 흑자전환에 성공함. 저축은행은 수익성 개선과 동시에 자산 건전성도 개선되고 있음. 저축은행 고정이하여신비율은 '16.9월 기준으로 8.1%까지 하락. 이는 '14.12월 대비 8.2%p하락한 수치

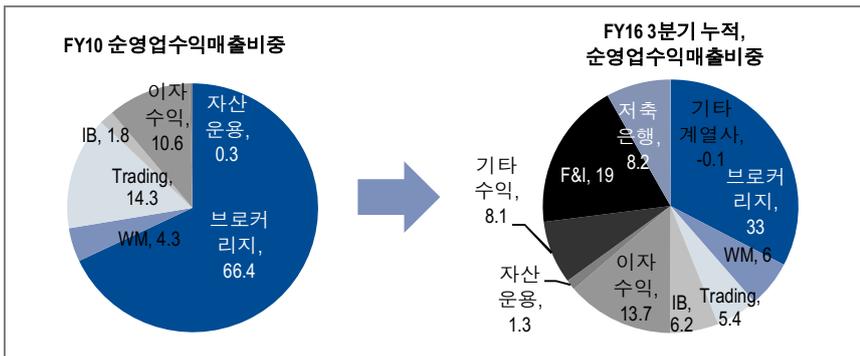
### 증권사도 환골탈태 중

지속적인 구조조정으로 비용효율성 개선하고 있음. 지난 '14년 5월에는 창사이래 처음으로 희망퇴직을 단행하였으며 '16년 6월에는 임금피크제를 앞두고 다시 한번 희망퇴직을 실시함. 비용효율화를 추가하면서 증권사 본업의 수익 개선을 위해 뼈를 깎는 노력을 하고 있음

### 투자의견 Hold 및 목표주가 13,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 17년 예상 BPS 25,413원에 Target PBR 0.5배를 적용하여 산출. Target PBR은 기존 PBR 0.37배에 할증 30% 적용. BPS는 우선주를 포함하여 산출. 여전히 저평가 매력을 가지고 있으나 최근 자기자본 4조원의 대형 증권사 탄생으로 대형사 입지가 커지면서 동사의 시장 지배력이 다소 하락할 수 있다는 우려에 투자의견 Hold로 개시. 향후 증권의 수익성 개선을 지켜보면서 투자의견을 상향할 계획

### 대신증권의 포트폴리오 다각화 본격화되고 있음



자료:대신증권, NH투자증권 리서치센터

## Hold (신규)

목표주가	13,000원 (신규)		
현재가 ('17/01/13)	10,750원		
업종	증권		
KOSPI / KOSDAQ	2,076.79 / 634.68		
시가총액(보통주)	545.8십억원		
발행주식수(보통주)	50.8백만주		
52주 최고가 ('16/04/14)	12,650원		
최저가 ('16/07/08)	9,850원		
평균거래대금(60일)	1,218백만원		
배당수익률(2016E)	4.81%		
외국인지분율	19.2%		
주요주주			
양홍석 외 7인	11.2%		
신영자산운용	5.0%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	1.9	6.4	-4.4
상대수익률 (%)	-1.1	2.8	-11.8

	2015	2016E	2017F	2018F
순영업수익	527	449	428	441
증감률	28.3	-14.8	-4.5	3.0
영업이익	170	91	90	97
증감률	256.0	-46.4	-1.8	7.9
(지배지분)순이익	136	76	79	85
EPS	3,348	1,865	1,938	2,073
증감률	86.8	-44.3	3.9	7.0
PER	3.5	5.6	5.5	5.2
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4
ROA	0.7	0.4	0.3	0.3
ROE	8.2	4.4	4.4	4.6
DPS	500	500	450	550
배당성향	26.9	26.0	26.0	26.0

단위: 십억원, %, 원, 배  
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 원재웅  
 02)768-7606, jaewoong.won@nhqv.com

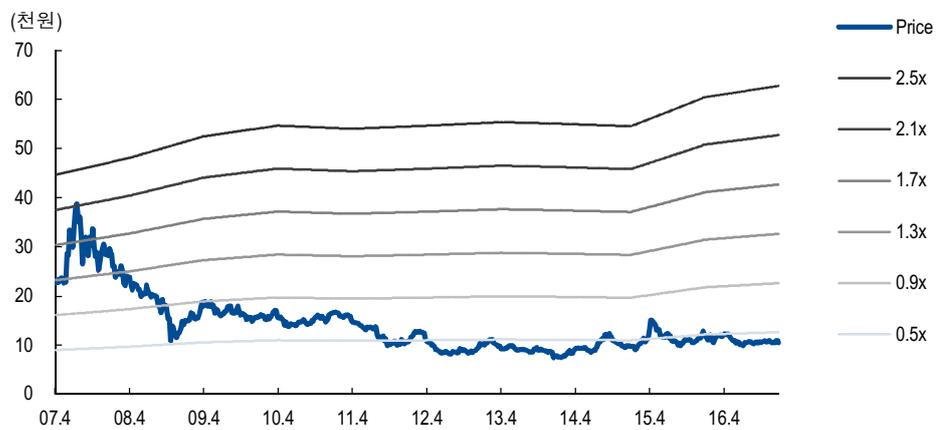
[표 24] 대신증권 목표주가 산정 Table

(단위: 원,배,%)

	내용
Sustainable Roe	6.0
Growth	1.0
Cost of Equity	10.0
Market Premium	6.0
이론 PBR(x)	0.39
PBR Premium	30%
Target PBR	0.51
2017F BPS	25,413
Target Price	13,000

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

[그림 49] 대신증권 PBR 밴드



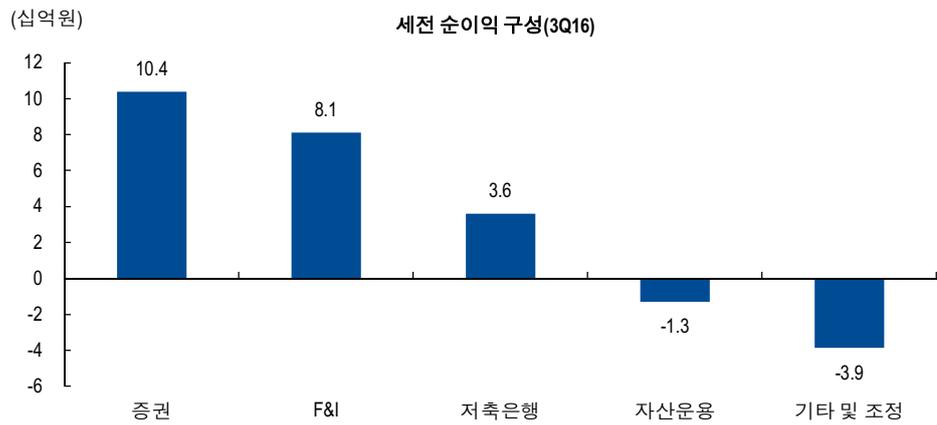
자료: NH투자증권

[그림 50] 대신증권 지배구조



자료: 대신증권, NH투자증권 리서치센터

[그림 51] 대신증권 자회사 고른 실적 보여주고 있음



자료: 대신증권, NH투자증권 리서치센터

[표 25] 대신증권 실적 전망

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016E	2017F	2018F
순영업수익	411	527	449	428	441
수수료순익	180	257	240	230	233
수탁수수료	149	220	181	178	178
IB 수익	11	22	28	22	22
자산관리	23	31	27	27	28
기타	23	23	51	43	44
수수료비용	25	38	46	40	40
상품관련순익	-55	-12	-130	-105	-104
이자순익	241	271	223	223	231
외환관련순익	9	-26	46	51	51
기타순익	35	37	68	29	30
판매관리비	363	357	358	339	345
영업이익	48	170	91	90	97
영업외순익	19	24	18	15	15
세전이익	52	181	86	104	112
법인세비용	8	45	10	25	27
당기순이익	44	136	76	79	85
지배주주기준	76	136	76	79	85

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

[표 26] 대신증권 분기 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
순영업수익	104	144	103	98	105	108	109	108
영업이익	17	43	18	13	20	23	24	23
세전이익	19	34	17	17	24	27	28	27
(지배지분)순이익	17	27	19	13	18	20	21	20

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015	2016E	2017F	2018F
순수수료수익	257	240	230	233
위탁매매	220	181	178	178
IB관련수수료	22	28	22	22
자산관리수익	31	27	27	28
기타	23	51	43	44
수수료비용	38	46	40	40
상품관련손익	-12	-130	-105	-104
이자손익	271	223	223	231
외환거래손익	-26	46	51	51
기타손익	37	68	29	30
판매관리비	357	358	339	345
<b>영업이익</b>	<b>170</b>	<b>91</b>	<b>90</b>	<b>97</b>
영업외손익	24	18	15	15
세전이익	181	86	104	112
법인세비용	45	10	25	27
<b>당기순이익(지배주주)</b>	<b>136</b>	<b>76</b>	<b>79</b>	<b>85</b>

Valuation / Stability				
	2015	2016E	2017F	2018F
<b>투자지표</b>				
EPS (원)	3,348	1,865	1,938	2,073
BPS (원)	24,156	25,094	25,413	25,952
DPS (원)	500	500	450	550
PBR (배)	0.5	0.4	0.4	0.4
PER (배)	3.5	5.6	5.5	5.2
배당성장률(%)	26.9	26.0	26.0	26.0
<b>성장성</b>				
EPS증가율(%)	86.8	-44.3	3.9	7.0
BPS증가율(%)	10.8	3.9	1.3	2.1
총자산증가율(%)	30.5	48.8	-5.2	5.4
<b>안정성</b>				
재무레버리지(%)	358.8	512.7	479.9	495.2
유보율(%)	908.2	1,023.9	1,023.9	1,023.9

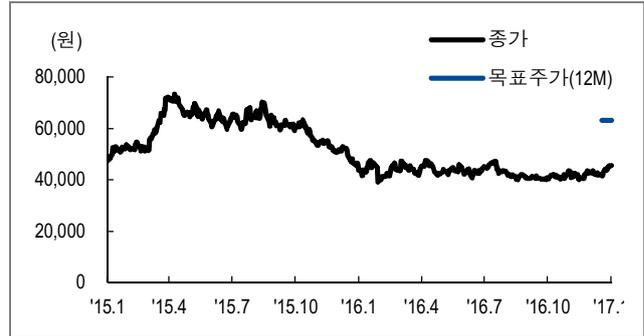
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015	2016E	2017F	2018F
현금 및 예치금	325	431	351	357
유가증권	3,753	5,359	5,512	5,945
단기매매증권	3,555	5,093	5,224	5,648
매도가능증권	154	179	208	211
만기보유증권	0	0	0	0
지분법투자증권	44	72	45	45
기타유가증권	5	15	36	41
대출채권	1,485	1,795	1,682	1,747
유형자산	78	72	74	77
기타자산	511	1,494	1,055	1,017
<b>자산총계</b>	<b>6,152</b>	<b>9,152</b>	<b>8,674</b>	<b>9,142</b>
예수부채	3,307	4,183	4,197	4,308
차입부채	1,217	3,082	2,629	2,767
기타부채	431	671	627	846
<b>부채총계</b>	<b>5,042</b>	<b>7,936</b>	<b>7,453</b>	<b>7,921</b>
자본금	110	110	110	110
자본잉여금	188	190	190	190
자본조정	-21	-27	-27	-27
기타포괄손익누계액	10	1	7	7
이익잉여금	815	942	942	942
<b>자본총계(지배주주)</b>	<b>1,715</b>	<b>1,785</b>	<b>1,808</b>	<b>1,846</b>

Efficiency / Profitability				
	2015	2016E	2017F	2018F
<b>수익성(%)</b>				
자기자본이익률(ROE)	8.2	4.4	4.4	4.6
총자산이익률(ROA)	0.7	0.4	0.3	0.3
영업이익/자산	2.8	1.0	1.0	1.1
판매비/자산	5.8	3.9	3.9	3.8
<b>효율성(%)</b>				
판관비용율	67.7	79.7	79.1	78.1
수수료수익/순영업수익	48.8	53.6	53.8	52.8
<b>수익분석</b>				
순영업수익 대비(%)				
수수료수익	41.7	40.2	41.5	40.4
IB수익	4.1	6.2	5.1	5.0
자산관리	5.8	6.0	6.4	6.3
<b>총자산 대비(%)</b>				
수수료수익	4.2	2.6	2.7	2.5
상품수지	-0.2	-1.4	-1.2	-1.1
이자손익	4.4	2.4	2.6	2.5
순영업수익	8.6	4.9	4.9	4.8

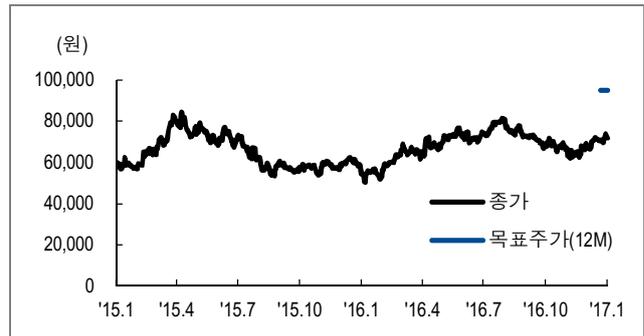
주: K-IFRS 연결 기준임. 과거 결산기 주가지표는 해당 결산기말 종가 기준임  
 자료: 대신증권, NH투자증권 리서치센터 전망

투자이건 및 목표주가 변경내역

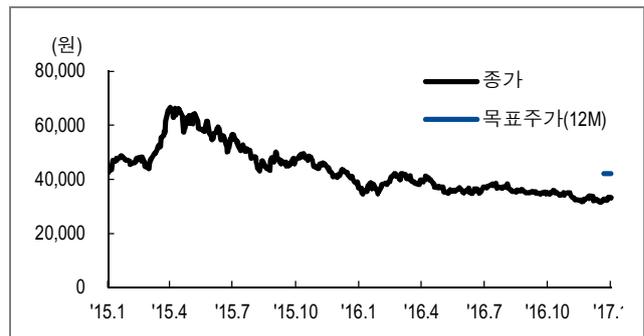
종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
한국금융지주	071050.KS	2017.1.17	Buy	63,000원(12개월)



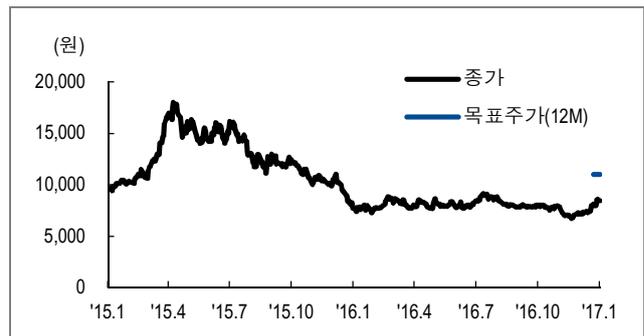
종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
키움증권	039490.KS	2017.1.17	Buy	97,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
삼성증권	016360.KS	2017.1.17	Buy	42,000원(12개월)

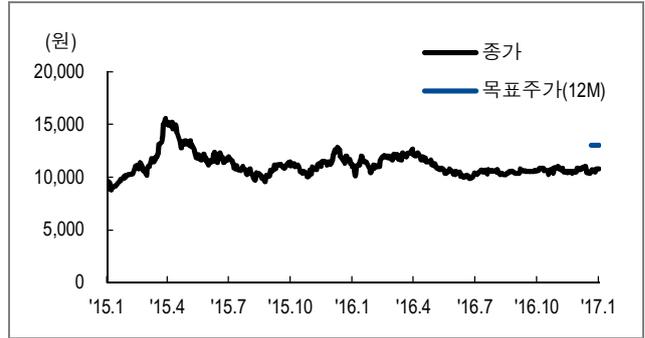


종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
미래에셋대우	006800.KS	2017.1.17	Buy	11,000원(12개월)



투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가
대신증권	003540.KS	2017.1.17	Hold	13,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy : 15% 초과
  - Hold : -15% ~ 15%
  - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 1월 13일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
75.0%	25.0%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "동 자료상의 언급된 기업들"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 "삼성증권"의 유상증자 주권사임을 알려드립니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자 판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임 소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.